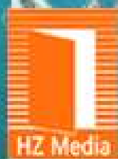
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

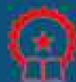


估值就是讲故事

Dr.2 著

一本投资和创业的入门指导书

在风趣交流中，了解神秘的估值理论



机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录

自序

第一章

1．风险收益法

2．比较法

3．净现值法

4．调整后现值法

5．期权分析估值法

第二章

1．全或无

2．行业估值法

3．博弈估值法

4．重置法

5．影响力估值法

第三章

1．产业资本与VC/PE不同的投资思维

2．Stand Alone Value与Synergy Value

3．收购一定创造价值吗？

4．周期性行业的估值

5．加权概率情景分析法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章

1．市值管理法的理论

2．市值管理法的实战

3．企业家精神

4．控制权溢价

5．有趣的倍数

第五章

1．商誉

2．再议控制权溢价

3．团队价值的量化评估

4．融资致死

5．估值的生命周期

第六章

故事1：小和尚卖石头

故事2：量子力学的启示

故事3：医学科学带来的启示

故事4：三个护身符

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作为一名创业者，作者结合自己的体验，对创业企业的估值方法进行了梳理，可读性强，值得推荐！

——清华大学五道口金融学院常务副院长、金融学教授、博士生导师　廖理

以前无论是在商学院攻读金融，还是后来在管理咨询公司专注服务于私募投资机构的股权交易，再到几年前自己创业及凯盛集团发展的过程中主导几轮融资，都在不同层面上接触到投资与估值的理论并积极参与实践。“估值就是讲故事”一书很准确扼要且通俗易懂地剖析了创业融资过程中企业家和投资者遇到的一些难点并给出了自己相当中肯专业的解读。相信能够帮助不少创业者和企业家比较快速的掌握融资过程中一些核心要点。

——凯盛集团CEO　洪锴

Dr.2 的这本书除了展现其深厚的专业积淀外，还引用了大量案例及实地调查资料，再配以创业实践的切身体会，通俗的描述，诙谐的文风，深入浅出，娓娓道来，给本来枯燥乏味的专业书平添了不少趣味和可读性。尤其点赞的是，本书采用了互联网时代下“众包”的写作方式，使得其内容更具思辨性，充实，可信。

——旅美天使投资人，慈善家，创业者　郭慧中（Joy Guo）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作为移动医疗的创业者，Dr.2的观念对我的影响是最深刻、最有价值的。无论投资者还是创业者，建议一定要读这本书！

——华康•移动医疗创始人　刘波

我一直从事硬件领域的创业快8年了，之前一直信奉企业需要滚动发展，控制风险。Dr.2的书开拓了我的思路，原来做企业的方法有很多种啊，不必拘泥于形式，因为条条大路通罗马，而每个人都可以根据自己的基础寻找适合自己的方向！

——北京益体康科技创始人　周钜

估值是一个复杂的问题，尤其对于创业公司，这是一个“艺术”与“科学”的平衡。各人理解不同、立场不一，对一个企业价值的评估结果也自然千差万别。我认为本书除了比较技术性的各种估值方法外，更有价值的是深入剖析各方在估值时的立场、方法和不同的关注点，有利于创业者与投资机构换位思考，更好地共同面对创业的风险。本书通俗易懂的语言，生动接地气的案例，是这个领域难得的系统性的干货分享。

——平安创投总经理　张江

估值就是讲故事，清晰、系统地阐述了投资机构对企业的估值方法，综合了理论和实战多方面因素，并举了很多生动的案例，是一本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不可多得的入门书。本书作者非常重视实践和调查研究，书中讲述的很多案例、总结的很多方法论，是坐在房间里无法“研究”出来的，作者将复杂的估值过程总结得朴实易懂，并不乏深刻的见解，能够看出来自作者Dr.2的认真负责、深度的调查研究和实践。此外，全书行文轻松风趣，可以让读者保持极高的阅读兴趣。在本书中几乎看不到传统金融学著作的风格，没有无趣难懂的概念，更没有说教，而是用叙述、案例取代推演，用事实取代纸上谈兵。阅读全书，犹如在听作者讲故事，在轻松风趣的交流中了解了深刻的、神秘的融资估值的理论和道理。

——掌上药店联合创始人　王浚海

“估值”和“讲故事”是每一个创业者的必修课，与其道听途说那些关于资本的谣言，不如静下心来看看dr.2先生的这本书，既不是枯燥无谓的说教，也不是一味暖心的鸡汤，它是由丰富的案例和方法总结出的“干货”。从dr.2一贯风趣幽默的语言中，你获得除了知识，还有更多。

——春雨医生创始人　张锐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自序

投资机构对企业的估值，是一个困难而且主观的过程。一个企业或者一个投资项目究竟值多少钱？投资是赚了还是亏了？投资者或者创业者该用哪些指标、工具去评判和衡量？

高成长性企业在进行融资时通常会这样进行预测：比较长的一段时期负向现金流，业务情况具有高度不确定性，但预期未来回报十分诱人。抛开纷繁芜杂的各种表象不谈，不论是何种项目，它未来回报的正向现金流是所有估值假定的基础。

本书讨论了一些常见的各种估值方法，还有一些天马行空的方法，主要供高成长企业在进行融资谈判时与投资机构进行换位思考。因为谈到估值，我们一定不要忘记两个核心的问题：为什么估值？谁来估值？ 我举一个实例来说明，目前最常见的一种模式是：初创企业拟出让一定比例的股份来进行融资，这样就要有一个估值的过程，然后双方谈判博弈妥协，最后达成一致。

但是这跟我们平常的买卖关系中一手交钱一手交货还是大不一样的。因为付钱买货，双方还是对立的主体，交割结束各取所需，所以买方会尽力压价，卖方想努力抬价。不过初创企业融资进行谈判的时候看似对立，但是最终达成协议后，两者却又变成了一个战壕的战

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

友，须共同面对市场的风险。因此还有一件事我希望强调，很多投资人尤其是初入行的新手，喜欢拼命压价，觉得拟投资1000万的项目我谈到了300万对价，且股份不变，我就大获全胜了。

实则不然，要知道项目运行所需资金有一个客观规律，你拼命压价后所付出的300万非常可能不足以支撑该项目，如果创业者处于弱势地位被迫接受，最终你的这一投资很有可能真的变成了“风险”投资，结果反而是双输！最近大家可能熟知一个故事，今日资本的徐新老师在投资京东时，刘强东当时只想要数百万美金，可是徐新经过评估对刘强东说，项目开展起来这点钱怎么够？先给你1000万美金，后期再追加。事实上最后看起来似乎很傻的投资者才是真正的大赢家，故事的结局大家已经知道。

由此读者对投融资的估值要有一个更深的认识，所有的行为，核心还是为了企业成长，创造全体股东的价值，创业者和投资方在这点上是一致的。那么反过来，总有一些创业者对自己的东西看得十分了不起，三句话一说，就估值上亿，恨不得只出让百分之一的股权，就换来大把现金，然后还觉得被人占了便宜。要知道，当投资人注入资金的时候，我们要怀着感恩的心，因为你未来挣100亿又怎么样，如果没有早期的支持，你多半已经湮没于人群之中了。因此创业者在设计对价的时候，不能是让人挣了20%都心疼不已，一定要让投资人有利可图，并且留有足够的弹性才行， 至少应有几倍的上升空间。所以无论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是投资人还是创业者，斤斤计较者都只能做小事，我们应该目光长远。任何方法得到的估值也只是一个参考而已，一切以成交为准。

创业是一件“九死一生”的事情，我们都要有买定离手的契约精神，完成了估值及后面的投融资交割，只是企业生命周期的一部分而已，努力向前走，而不是还在纠结既往、患得患失。事后诸葛亮是毫无意义的，应时刻记住，那个时候我们做的决定，是那个时候对我们最适合的！

本书根据我们团队多年来负责投资/收购项目评估以及实施的经验，结合对新经济模式的学习和分析，采用一个个虚拟的连载故事进行类比与演绎的办法，这样可以不那么枯燥，让读者有一种代入的感觉，深入思考。希望既注重学术性也兼具可读性，还要交待清楚各种公式的由来和推导过程。虽然是以故事的形式，其实每一个故事中都有现实中的原型在，而每一篇都试图阐述一个问题。既可以通读，也可以各自独立，作为案例进行检索。

撰写本书，尝试对估值这个复杂的问题进行讨论，抛砖引玉。该系列文章经过最初数月的网络连载后，大批读者提出了宝贵的意见和建议，并且指出了其中一些错误，鞭策我们更加深入地去学习和考证，在此深表谢意。这也是一种全新写作方式的尝试，类似众筹思想一样，我们也得到了企业界和学术界很多名家的指导。因此，我们在本书正式出版时做了大量的修订，并且有从未发表过的文章，如本书

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出版而全新撰写的最后几章，希望可以将文中很多的方法串联起来，融会贯通，力图将内容和逻辑架构完整。

本系列连载在写作的过程中发生了很多有趣的故事，这也记录了我的心路历程和学习过程。所以，本次出版的时候大致还是按照原来的顺序编排，有一些看似矛盾的观点，如商誉和计提等等，后来笔者撰写了新的文章来进行说明。

本书可以作为部分新手的入门读物，但是还有很多不够严谨的地方，望不吝批评指正。在成书的过程中，我们得到了清华大学廖理教授的指导，36kr全体同仁的支持，中国会计报水原老师的指正，medicool医库公司的同事，特别是笔者秘书们默默的奉献，华章公司各位编辑的辛勤付出、校订排版，在此一并感谢！

Dr.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



第一章

本章分期讨论了各种估值方法，主要供高成长企业在进行融资谈判时与投资机构进行换位思考。在私募股权投资中使用的方法有：风险收益法，比较法，净现值法，调整后现值法和期权估值法。

1. 风险收益法

A同学是秀红资本的合伙人，他在2013年发现并跟进了“二百六”科技有限公司。该公司自称是由多名拥有海外留学背景的高学历人才创立的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家致力于X产业的高科技企业。经过一段时间实际考察，A同学和“二百六”科技有限公司管理层达成投资意向，期望能代表秀红资本获得20%~30%的股权（关于普通股和优先股的问题，结合投票权又涉及比较复杂的投资模型和不同国家地区的法律和监管适配，本文一律以普通股作为投资标的），根据投资额的不同，可以浮动。而“二百六”科技有限公司需要的资本额大致在2 000万元到4 000万元之间，而经过秀红资本的内部讨论，其认可的现金出资额度大致在3 000万元左右，然后由A同学负责实施，计划在2014年向“二百六”科技有限公司投资3 000万元人民币。他正在考虑应该以一个多大的股权份额要求进行谈判。双方大致认可如下事实：公司可以长期正常运营，虽然几年内亏损但是业务能够持续增长，不过即使公司未来可以赚无数的钱，双方讨论决定以第5年的预测数据0.6亿元人民币利润作为评估基础。而目前市场上为数不多、但一直盈利的该行业同等规模类似的非上市企业平均市盈率为15倍. 现在“二百六”科技有限公司有2 000万股由多名管理层和原始投资人持有，以此标的进行增资扩股以及投前估值和投后估值的计算。出于对3 000万元投资所面对的风险，A同学坚持要求至少50%的目标回报率。 随后作出如表1-1所示的计算：

表1-1　计算数据表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1	终值=评估年的利润额 X 市盈率=0.6X15	**9 亿元**
2	贴现终值=终值/（1+目标回报率)^5=9 亿/(1+50%)^5=9 亿/7.6	**1.2 亿元**
3	所需股权比例=投资额/贴现终值 = 0.3 亿/1.2 亿	**25%**
4	新股数量=2 000 万股/(1-25%)—2 000 万股	**670 万股**
5	新股每股价格=3 000 万元/670 万股	**4.5 元/股**
6	投前企业估值=2 000 万股* 4.5 元/股	**9 000 万元**
7	投后企业估值=2 670 万股* 4.5 元/股	**1.2 亿元**

结论：投入3 000万元现金，持有投后公司25%的普通股。看起来皆大欢喜是不是？别忙，故事还没有结束。

初步定价后，考虑企业的长远发展需要融资和引进高水平人才，综合平衡秀红资本的利益，在不考虑未来新一轮融资参与跟投的情况下，A同学又进行了如下业务和股份稀释推演，并对初始投资价格进行了修订：

A同学建议“二百六”科技有限公司聘请三位高级管理人员分别负责技术、财务和营销。以秀红资本的经验， 这三位高管需要分掉10%的股权（分别为3%、3% 以及4%）。预计公司也将会进行第二轮融资，这将会分掉总的另外20%的股权。秀红资本还认为在公司上市的时候（虽然已经有过了两轮投资和高级管理层的股份稀释），20%的普通股将会在公开市场上出售。为了弥补未来几轮融资而产生的股权稀释，她需要计算留存率。希望在IPO之后，秀红资本的股份总额仍不低于18%。鉴于此， A同学又修改了她的计算，如表1-2所示。

表1-2　修改后的计算数据表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1	留存率=1/（1+10%）/（1+20%）/（1+20%）	**63%**
2	目前所需股权比例=最终股权所需比例/留存率=18%/63%	**28.6%**
3	调整后的新股数量=2 000 万股/(1—28.6%)—2 000 万股	**800 万股**
4	调整后的新股每股价格=3 000 万元/800 万股	**3.75 元/股**

结论：投入3 000万元现金，持有投后公司28.6%的普通股。经过一番讨价还价，最终成交。总体而言，资本相对于企业来说还是强势一些的。

这样就对该企业的投前估值和投后估值都进行了向下修订，换句话说，在评估基准值=第5年预期利润X市盈率这个公式下，预期利润或可比同类企业市盈率都向下修正，这样也为投资人留出了一定的安全边际。同时如果预期利润低于预期或者高于预期的某一个百分比（比如20%），就要修订之前的估值，这也是对赌协议的基础。如果管理层赢，投资人所占的股份减少，但是企业总价值大增，则双赢；如果管理层输，投资人获得部分额外股份或业绩补偿，则双输。

你或许质疑计算里所引用到的高贴现率（50%）。 这也是对风险收益法最大的批评。私募基金对此做了以下辩护：

1）高贴现率是为了弥补私营企业流动性不足的缺陷，投资人需要更高的回报来换取股份的低流动性。

2）私募基金认为它们提供的服务是有价值的，承担的风险是巨大的，因而需要高回报率来回馈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3）私募基金认为企业家所做的预测通常含有水分，夸大其词，因而需要由高回报率来抵消夸大的部分。

尽管私募基金的论断有一定的道理，但我们认为也有很多地方值得商榷。比如说：

1）私募基金认为高贴现率是为了弥补私营企业流动性不足，但具体溢价多少，需要评估。

2）我们认为私募基金提供的服务应该和市面上专业咨询公司的服务来比较并进行估值，服务的真实价值也可用相应价值的股权的形式来抵扣。

3）我们并不认同贴现率和企业家夸大的预测挂钩，而是应该做好市场和企业的调查，就事论事。

不过任何事物能够存在就有其合理性，风险投资本身是一个失败率高的职业，只要双方均诚实守信、客观公正并自愿地达成协议，不是强买强卖，就应该认可并必须遵守。企业经营成功后，部分企业家会对媒体宣称：我最后悔引入风投或者我最后悔的就是上市，因为他们就出了些钱，什么事情都没有做，就分了这么多股份等等之类的言词都是非常丑陋的。为人从商都必须有契约精神。而实际上，没有风投入股的现金实力做支撑，无形资产为企业增值，或者投资了你的对手，那么这些企业家今天是否能够成功具有非常大的不确定性。同理，对风投也是如此。当形势判断错误或者宏观政策风险以及各种各样的原因导致企业失败，应该愿赌服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

输，即使对赌也要有底线、有节操并在契约下办事，而刻意动用各种资源让企业家倾家荡产、名誉扫地、摧残人性都是不道德的行为。

2. 比较法

比较法是给公司进行一个“大概的”估值的一种快速简便的方法。我们在其他有类似“特征”的公司里寻找比较对象。这些特征包括风险、增长率、资本结构以及现金流和时间节点等。

B同学是“二百六”科技有限公司的CEO。该公司在接受了秀红资本的投资后，实力大增。经过一段时间的运营和市场调查后，2013年3月，“二百六”科技有限公司董事会一致决议，由B同学负责收购同行业的竞争对手“二百七”公司。“二百七”公司是同行业在江苏省的著名私营企业，但董事长王老先生由于身体原因并且子女无意继承该公司业务，同时在飞速发展的X行业内不断有实力很强的挑战者出现，公司业务增长率开始平缓，于是有意将公司出售，然后退休。对于“二百六“科技有限公司来说，如果收购成功则将大大加强其技术实力和在华东地区的市场份额。3月18号， B同学正式向“二百七”公司递交了收购意向并进行排他性谈判。

当B同学离开王老先生的办公室之后，王老先生立刻召开会议，并要求公司的CFO 小Z 重新计算一下“二百七”公司的价值。进行实质性报价谈判。作为公司的CFO，小Z经常接触私募基金和投行，他们一直在寻求机会入股并争取将“二百七”公司IPO。根据其最新寄给小Z的一些同行业的调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

查报告的数据，小Z比较了广东省两家同行业上市公司H公司和P公司的业绩，如表1-3所示（2013年数据 百万元）。

表1-3 公司业绩比较

	二百七	H 公司	P 公司
资产平衡表			
资产	160	300	380
长期负债	5	100	0
股东权益/资本净值	80	120	175
损益表			
收入	350	420	850
EBITDA	45	55	130
净利润	30	20	75
市场数据			
每股收益（元/股）	3	0.67	2.14
市盈率（倍数）	-	21	14.5
已发行股票（百万）	10	30	35
客户数量	500 000	600 000	1 100 000

根据以上数据，小Z就可以计算出一些倍数，这样就可以推算出“二百七”公司的大概价值。如表1-4所示。

表1-4 “二百七”公司大概价值表

	H 公司	P 公司	平均值	“二百七”的大概价值（百万元）
市盈率	21	14.5	17.8	**533**
企业价值	420	1087.5	753.8	
企业价值/EBITDA	7.6	8.37	8	**360**
企业价值/收入	1	1.28	1.14	**399**
企业价值/资本净值	3.5	6.21	4.86	**389**
企业价值/会员数量	700	989	844	**422**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

综合来看，小Z认为这些数据给公司的估值提供了很好的参考，但是市盈率的倍数一定要调整。这是因为H公司（资产负债率为33%）的杠杆率大大高于”二百七”公司(资产负债率为3%)。如果用P公司的市盈率（14.5）去估值的话，“二百七”公司的价值大约为4.35亿元（14.5*30）。根据以上分析，小Z 大致认为“二百七”公司的价值在3.89亿和5.33亿之间。取中值4.5亿元左右作为评估基数。但是小Z也知道用上市公司来比较私营公司的时候要考虑资本的流动性。正是因为私营公司的股权缺乏流动性，估值也因此需要打个折扣，保守估计在20% 到30%之间，取中值25%。综合判断后小Z认为“二百七”公司 的价值大约为3.3亿元，经董事长王老先生批准后正式向“二百六”公司报价。B同学是第一次接触收购案，于是也进行了差不多的推演，觉得报价合理，准备接受，一切似乎皆大欢喜，双方都很满意，各取所需。

然而故事并没有结束，中途又起波澜，“二百六”公司的董事长T同学在董事会上否决了这一提案，并要求B同学重新准备谈判，进行报价。B同学很是不解地私下与T同学沟通，“我觉得报价很合理啊，还有足够的折扣，收购后我们不是会更加强大了吗？”“这个收购项目对我们公司有巨大的价值，我也是非常主张去做的，所以不是收购本身的问题，而是价格的问题。” “价格有什么问题呢？”B同学不解地问道。

首先我知道你是用了估值常用方法中的比较法，进行了细致的计算并经过了双方财务核查的确认，也给出了合理的折扣，但是比较法还有几个重要的方面，不知道你考虑过没有？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1．比较几个公司之间的价值时需要更加全面地衡量，我想请问一下，P和“二百七”两家公司的销售额、利润和负债似乎差不多，但是你仔细看一下明细，P公司前五大客户和供应商都比较分散，可是“二百七”公司前五大客户占了整个销售额的一半，而80%的原材料供应都来自几个特定的供应商，从中你能看出什么问题？“是啊，需要考虑是否有关联交易和利益输送的问题，尤其在公司准备出售给其他人的时候，还要考虑其未来供货和销售风险的问题，大客户是否会随着收购后流失。”这里需要更细致的尽职调查和实地走访。

2．另外你看，通过对二百七和其他两家公司的人才结构和薪酬福利情况对比 ，你能发现什么问题吗？对啊，两家上市公司的人才结构更合理，水平更高，薪酬福利也高出一大块，虽然最后和二百七公司的现金流、利润率等财务数据差别不大，但是公司的估值因此而有区别。因为二百七公司为获得更大的利润，雇用了较多普通水平的员工，人才结构老化，而在比同行业其他公司的单位人力薪酬支出少15%的基础上，利润等财务数据才和其他公司相当，那么说明其内部管理、技术能力、产品创新或者市场营销上是有些问题的。未来的持续竞争优势存疑。

3．关于私营企业还有一个无法回避的问题，就是创始人对企业的影响。王老先生是有很强的管理能力和营销能力的，在公司中有极高的权威和执行力，多年来大权独揽，勇于决策使得经营成本比较低并创造了佳绩。那么他离开后，团队的执行力和效率会不会下降？会否有一批骨干员工离开呢？我们能否顺利进行去中心化管理模式的替代呢？类似我们这样的科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

技企业，最重要的是人，如果很多骨干流失，那么只会剩下一堆电脑，有什么意义呢？

4．还有技术储备、新产品研发、市场营销 等多个方面都要进行全面比较，估值才能相对准确。

B同学被说服了，于是根据以上这些方面进行了调查，重新压低了报价，经过一轮轮的谈判，最后以2亿元的价格成功融资收购了“二百七”公司，并进行了整合。

以上的案列是对比较法的一个诠释，我们要认识到比较法有如下的局限性。

1）首先，我们几乎不可能找到和完全同等类似的私营企业。也不可能知道其他私营企业是怎么估值的。

2）和上市企业不同，私营企业也不大可能将它的财务信息、客户和市场等向外透露。

3）和以贴现现金流模型为基础的估值方法比较，比较法似乎出入较大，多重因素的重叠使得这个比较变得很复杂。

更重要的是，我们也认为，以财务数据为基础的比较法 比较难以适用于初创企业的估值，这主要是由于初创企业大多没有多少销售额和利润，但是成长很快。对这些初创企业用某些财务数据来估值毫无意义。以移动互联网产业为例，或许用户注册量和活跃度是更为重要的指标 。用产业相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关的倍数给初创企业估值要比用财务数据为基础的估值可能更加有现实意义。

3．净现值法

净现值法是目前最常见，最传统的用贴现现金流来估值的方法 。从技术上来说，似乎用贴现现金流来估值是最完美的，也不像比较法那么主观。那么其中现金流是怎么计算的呢？有一点需要提醒的是， 贴现率（也就是我们所说的加权平均资本成本即WACC）的计算已经考虑了支付的利息而产生的税务抵扣的好处（即税盾）。为了避免双重计算税盾，不能将支付的利息从现金流的计算中减除:

现金流t = EBITt*（1-a）+折旧t - 资本支出t － 净营运资金的追加 $_t$

其中：EBIT=息税前利润， a=企业所得税率， t =年

下一步， 我们就要计算终值， 通常我们用永续年金法来估算一个企业的终值：

终值T =(现金流T*(1+g))/(r-g)

其中：g =假设永续增长率，r = 贴现率，T= 终止年

如果我们预测现金流的增长和通货膨胀率一致的话， 那永续增长率应该和通货膨胀率一致。 下一步，我们就可以计算净现值了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

净现值=【现金流1/（1+r）】+【现金流2/（1+r）^{2}】+…+【（现金流$_{T}$+终值$_{T}$）/（1+r）^{T}】

其中: r = 贴现率 (加权平均资本成本即WACC)，那么WACC该怎么算呢？

$$r = (D/V)*rd*(1-a)+(E/V)*r_{e}$$

其中：rd=负债贴现率，r_{e} = 股权贴现率，a=企业所得税率，D =负债现值，E =股权现值，V =D+E

负债贴现率（负债成本）计算与股权贴现率(股权资本成本)计算比较的话就直接多了， 通常是公司所支付负债的市场利率。上面讲到公司可从税盾里收益，那么净负债成本应该是所负利息减去税务节省。那么税后的负债成本即为rd*（1-a）。和负债不同，股权没有一个必须支付的固定价格， 这并不意味着没有资本成本。股东们肯定期望一定的投资回报，要不然投资就没有意义了。从公司的角度来看，股东期待的投资回报就是资本成本 ，因为如果公司没有满足股东的回报， 股东们就会将股权卖掉。 所以，资本成本就是为了满足股东来维持股价的成本 。资本成本一般用资本资产评价模型（CAPM）来计算：

$$r_{e} = r_{f} + \beta*(r_{m} - r_{f}).$$

其中:

r_{e} = 股权贴现率（资本成本）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

r_f = 无风险折现率，比如说国债利息， 应该没什么信用风险，动乱国家除外。

β = 是指公司的股价走势和市场的关系

$r_m - r_f$ = 市场风险溢价，不言而喻，股东所期待的回报一定是大于无风险折现率。

以上已经大大简化过的纯理论数学模型估计都让大家看得血冒出来了，我们还是继续讲故事吧。“二百六”科技有限公司自从收购了同行“二百七”公司之后，决定将摒弃其集团式多种经营的策略，而专注于主要业务的发展。经过多轮探讨决议将公司旗下初创设备公司“十三幺”出售。于是“二百六”公司的B 同学找到了秀红资本的合伙人A同学研究，A同学决定用净现值法来给“十三幺”估值。 首先必须对“十三幺”未来几年的经营状况进行预估（数据以百万元人民币计算），如表1-5所示。

表1-5 “十三幺”未来几年经营状况估值

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年	第九年
营业收入	10	14	21	25	29	38	50	65	90
成本	23	24	26	27.5	29	31	35	40	47
EBIT	-13	-10	-5	-2.5	0	7	15	25	43

估值立论的前提和实际运行情况：

1.“十三幺”有1 000万元的亏损根据会计准则可以结转到下个年度去抵消未来的收入。 另外，“十三幺”在未来几年还会继续亏损，这些亏损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都可以继续结转到下个年度。

2.企业所得税率为25%。

3.“十三幺”没有长期负债。

4.市场上五家类似高科技设备企业的平均无杠杆β是1.2。

5.10年国库券收益率为6%。

6.资本支出和折旧一致。

7.市场风险溢价根据公司设立的地点，目标市场的特征等风险定为7.5%。

8.净营运资金的需求假设为销售额的10%。

9.EBIT预计在第九年后永续每年增长3%。

A 同学根据以上假设，计算出加权平均资本成本（WACC）

$r（WACC） = (D/V)*rd *（1-a）+(E/V)*r_e =0 +100\%*(6.0+(1.2*7.5))=15\%$

A 同学再计算现金流（如表1-6所示）。

表1-6 现金流的计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现金流（百万人民币）										
年	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
营业收入		10	14	21	25	29	38	50	65	90
减去：成本		23	24	26	27.5	29	31	35	40	47
EBIT		-13	-10	-5	-2.5	0	7	15	25	43
减去：所得税		0	0	0	0	0	0	0	1.625	10.75
EBIAT		-13	-10	-5	-2.5	0	7	15	23.38	32.25
减去：营运资金增加		1	0.4	0.7	0.4	0.4	0.9	1.2	1.5	2.5
自由现金流（FCF）		-14	-10.4	-5.7	-2.9	-0.4	6.1	13.8	21.88	29.75
折现系数		0.870	0.756	0.658	0.572	0.497	0.432	0.376	0.327	0.284
现值（现金流）		-12.2	-7.9	-3.8	-1.7	-0.2	2.6	5.2	7.2	8.4
现值（总现金流）	-2.2									
终值										255
现值（终值）										73
净现值	70									

以上计算得出“十三幺”的净现值为0.7亿元人民币，终值则是这样计算的:

终值T =(现金流T*(1+g))/(r-g)=(29.75*（1+3%）/（15%-3%）=2.55亿人民币

然后A同学根据贴现率和永续增长率的变动做了一个敏感性分析（见表1-7）。 这个敏感性分析给出了一系列的公司价值（从0.55亿到0.95亿）。A同学将敏感性分析得到的9个估值做了一个加权平均，得出“十三幺”的价值大约为0.72亿元人民币。

表1-7　敏感性分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

WACC				
		13%	15%	17%
永续增长率	2%	76	64	55
	3%	85	70	60
	4%	95	78	65

A同学发现早期的负向现金流以及数年后才出现的正向现金流对贴现率和永续增长率的变化非常敏感。 A同学虽然用了净现值法作为估值的第一步， 他意识到他必须用其他方法来进行修订。

这样看来， 净现值法也不完美， 它有许多这样那样的问题。 比如说：

1. 我们不可避免地需要β来计算贴现率。 找到相像的公司还有着类似的特征比登月还难，更何况还要找到它们的β。

2. 在涉及那些初创公司的估值，通过净现值法进行估值同样也是困难的，因为这些企业没有悠久的历史，其盈利前景具有不确定性。在最初几年往往是负向现金流， 正向现金流又比较遥远。导致大部分的公司价值留在终值， 而这个终值又对永续增长率和贴现率特别的敏感。

我们也有必要讨论β是不是最好的方式来测量公司的风险，我认为用账面市值比可能会更加合适 。不管如何，A同学决定再用一个新的估值方法重新测算一下“十三幺”的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4．调整后现值法

在上一个“十三幺”估值案中，A同学决定用一个新的方法——调整后现值法，来试图解决净现值法里天生的缺陷。比如说净现值法中，资本结构和所得税率是被假设为不变的，并融入到加权平均资本成本的计算里。

但当一个公司的资本结构发生了变化或者所得税率发生调整的时候，又或者一个公司出现了净营业亏损，这些亏损可以用来抵消应纳税收入时， 我们用调整后现值法就比较合适。从技术上来看， 调整后的现值法和净现值法很类似，然而，在调整后现值法，现金流是用未杠杆资本成本来做贴现率的，从而取代了加权平均资本成本（WACC）。

如果在公司的资本结构稳定、税率不变的情况下， 两种方法得出的结果应该是一致的。来看看用调整后现值法怎么估值（如表1-8所示）。

表1-8　调整后现值法估值

	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年	第九年
营业收入	10	14	21	25	29	38	50	65	90
成本	23	24	26	27.5	29	31	35	40	47
EBIT	-13	-10	-5	-2.5	0	7	15	25	43

假设：

1．“十三幺”有1 000万元的净营业亏损根据会计准则可以结转到下个年度去抵消未来的收入。 另外，“十三幺”在未来几年还会继续亏损，这些亏损都可以继续结转到下个年度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.在第一年年初， 公司有300万元银行贷款（年息8%）贷款从第一年年底开始分三年偿清(每次100万元)。

3. 企业所得税为25%。

4.市场上五家类似高科技设备企业的平均无杠杆β是1.2。

5.10年国库券收益率为6%。

6.资本支出和折旧一致。

7.市场风险溢价根据公司设立的地点，目标市场的特征等风险定为7.5%。

8.净营运资金的需求假设为销售额的10%。

9.净现金流预计在第九年后永续每年增长3%。

那么A 同学首先要计算资本成本来作为贴现率（如表1-9所示）。

表1-9 资本成本的计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现金流（百万人民币）										
年	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9
营业收入		10	14	21	25	29	38	50	65	90
减去：成本		23	24	26	27.5	29	31	35	40	47
EBIT		-13	-10	-5	-2.5	0	7	15	25	43
减去：所得税		0	0	0	0	0	0	0	1.625	10.75
EBIAT		-13	-10	-5	-2.5	0	7	15	23.37	32.25
减去：营运资金追加		1	0.4	0.7	0.4	0.4	0.9	1.2	1.5	2.5
净现金流（NCF）		-14	-10.4	-5.7	-2.9	-0.4	6.1	13.8	21.87	29.75
折现系数		0.870	0.756	0.658	0.572	0.497	0.432	0.376	0.327	0.284
现值（现金流）		-12.2	-7.9	-3.8	-1.7	-0.2	2.6	5.2	7.2	8.4
现值（总现金流）		**-2.2**								
终值										255
现值（终值）										**73**
利息税盾（净现值）										**0.11**
净经营亏损税盾（净现值）										**8.51**
净现值		**79**								

资本成本=$r_f+\beta*(r_m-r_f)$ =6%+1.2*7.5%=15%

然后，A同学计算现金流和终值，这和净现值法的算法一样，终值是2.55亿元人民币。A 同学下一步就是要计算出利息税盾，这个计算很简单，就是每期的利息费用*所得税率。利息则用还款计划计算。利息税盾的现值为10.6万元，这是每年的利息税盾按照银行利率折现算出的。A同学还计算了净经营亏损的税盾。净经营亏损税盾的现值为850万元，是按照银行利率贴现算出的。敏感性分析则告诉我们“十三幺”的估值范围在0.64亿元和1.04亿元之间（见表1-10）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

表1-10　敏感性分析估值

未杠杆贴现率				
永续增长率		13%	15%	17%
	2%	85	73	64
	3%	93	79	69
	4%	104	86	74

将敏感性分析得到的九个估值做了一个加权平均，得出“十三幺”的价值大约为0.80亿元人民币。同净现值法一样，对涉及那些初创公司的估值，调整后现值法有同样的瓶颈，所估的公司价值对永续增长率和贴现率特别的敏感 。不过经过两种不同方法的比较，A同学和B同学大致认为0.7亿~0.8亿估值合理，花了2个月的时间寻找对手盘公司，最终成功以0.78亿的协议价格将“十三幺”的资产和负债一并出售给了“二百八”公司，完成了主营业务聚焦，并获得了宝贵的现金，为未来持续做强做大夯实了根基。

5．期权分析估值法

期权（Option）是什么？期权和企业的估值有什么直接关系呢？所谓期权，其实是一种选择权，是指一种能在未来某特定时间以特定价格买入或卖出一定数量的某种特定商品的权利。它是在期货的基础上产生的一种金融工具，给予买方（或持有者）购买或出售标的资产的权利。既然有买卖， 那就应该有价格， 期权应该怎么定价/估值呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

哈佛商学院教授罗伯特 • 默顿(RoBert Merton)和斯坦福大学教授迈伦 • 斯克尔斯(Myron Scholes)创立和发展的B-S期权定价模型(Black Scholes Option Pricing Model)，为包括股票、债券、货币、商品在内的新兴衍生金融市场的各种以市价价格变动的衍生金融工具的合理定价奠定了基础，两人并于1997年同获诺贝尔经济学奖。

其实用期权定价模型给投资项目估值未尝不是一个好的选择。 用贴现现金流法，比如前面所讲的净现值法和调整后现值法都有一个缺陷， 就是没有考虑到企业或者投资人所谓的“灵活性”。 比如说企业可以有能力提高或者降低生产率；可以提早或延迟产品上市；可以增加或者取消一个项目， 这些变化都会影响企业的估值。从投资者的角度来看，这种灵活性表现在是否对企业进行“后续”投资上。

被私募股权投资的公司通常都有多轮融资。私募股权基金分期投资的意图很明显， 他们希望用这个手段让企业努力赚取下一轮融资， 当然他们也不希望一开始就将大量资金投在一个篮子里面。通常， 私募股权基金都会在投资协议里留一手， 那就是在企业后续的融资中有优先权。 就是这个写进合同的“优先权” 使得给企业的后续投资看起来像认购公司股票期权一样，不是吗？期权的持有(私募股权基金)可以在规定的时间内选择买还是不买（投还是不投）。 他们既可以实施这个权利， 也可以放弃。期权的出卖者(企业)负有合约规定的义务。 但就靠这个“灵活性”，投资机构可以舒服地翘个二郎腿，边抽雪茄边对企业说 ：“急啥子嘞，到时候再要要。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所以， 我们可以用期权定价的方法来给企业估值。 上面介绍的B-S期权定价模型用到5个变量。 一个股票的期权包括期权协议价格（X）， 股价（S）， 到期时间（t）， 股票回报的标准差（σ）以及无风险收益率（rf），如表1-11所示。我们可以通过B-S期权定价模型来计算期权的价值。 这个模型的电脑运算很容易在网上下载。 我们帮你找了一个， 自己上去试试吧。 (http://edu.sse.com.cn/col/option/calc/#menu-list)。

表1-11　B-S期权定价模型

变量	期权	投资机构的“优先权”
X	协议价格	投资资本的现值
S	股价	现金流的现值
T	到期时间	投资决定能延缓的时间段
σ	股票回报的标准差	标的资产的风险
r_f	无风险收益率	无风险收益率

其中4个变量不需要多做解释， 倒是第5个变量σ，值得我们一起来探讨一下。怎样去估计标准差呢？ 一种方法就是去看同类型公司股价的波动性。 同时我们也应该看看类比公司的杠杆率。 杠杆可以放大风险， 杠杆越高， 风险越大。 一般来讲， 普通公司20%~30%的波动率不足为奇， 许多初创科技公司的波动率可高达40%~50%。

“二百六”公司自从得到秀红资本的投资，融资收购了竞争对手，出售了非核心资产，执行聚焦主业的战略后实力大增。 随着公司行业地位不断提升，董事长T同学决定进行产业链垂直整合。 而“21点”公司正在开发的一种新型设备正好可以和“二百六”公司配套。基于供应链完整和未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

来产品定价权的考虑，“二百六”公司董事会决定投资或者与“21点”合作，经过初步协商，双方准备成立一家合资公司，“21点”公司出技术和管理，“二百六”公司出现金，股份比例待定。根据测算需要筹集 2 000万元现金用来建造研发和制造设施。 于是“二百六”公司委托秀红资本的A同学先对整个合资项目估值。接受委托并经过了一轮初期尽职调查， A同学与“21点”公司董事长兼CEO朱先生一致同意对合资公司以下现金流预测（如表1-12所示）。

表1-12　现金流预测

(单位：百万元人民币)

	第0年	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
现金流	-20	0	2	5	7	9

这2 000万元为资本支出，A同学决定用净现值法来给其估值（如表1-13所示）。 假设：

- 加权平均资本成本(WACC)为 25%
- 永续增长率为3%
- 10年国库券收益率为6%

表1-13　净现值法现金流估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	第0年	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
现金流	-20	0	2	5	7	9
折现系数		0.80	0.64	0.51	0.41	0.33
现值（现金流）	-20.00	0.00	1.28	2.56	2.87	2.95
现值（总现金流）	**-10.34**					
终值						42.1
现值（终值）						**13.8**
净现值	**3.46**					

注：空缺为故意省略，以便阅读，突出重点数据

A同学根据以上计算得出该合资公司的净现值为346万元，开门红。不但可以巩固自己的后院，还有不错的投资回报，值得干。

不过合资公司需要的资金分为两部分， 一部分做研发， 一部分做生产。 第一期的研发中心需要立即投资，大约需要400万元， 第二期建厂买设备需要的1 600万元则可以在下一个年度再投入。 无论这个项目是否进行， 建厂买设备所需的资本现值总归为1 600万元。 A同学立刻意识到这不就是一个首期400万投资， 为期一年的认购期权吗？分期投资的好处是如果第一期成功的话， 则继续投第二期。如果失败，后续投资就再议。

A 同学于是借用B-S期权定价模型来估值。首先， 我们先确认变量，从最容易的开始: 到期年限（t）为1年， 无风险收益率(rf)则为6%。 协议价格(X)则是建厂买设备所需资本的现值：1 600万元。股价(S) 则为标的资产所产生的现金流， 用贴现率25%以及永续增长率3%，股价（S）的原值则被计算为：2 350万 （128万+256万+287万+295万+1 380万）。现在变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

量就差标准差（σ）了。 A同学经过研究， 比较了同类高科技企业的标准差。A同学估计标准差的价值大约在50%~60%之间。 如表1-14所示。

表1-14　变量的确认

变量	投资机构的“优先权”	
X	投资资本的现值	16
S	现金流的现值	23.5
T	投资决定能延缓的时间段	1
Σ	标的资产的风险	50%~60%
r_f	无风险收益率	6%

通过B-S期权定价模型的计算， 得出认购期权价值大约在939万元到991万元之间。 这个项目总净现值是第一期资本支出现值（-400万元）与第二期认购期权价值之和 ，即是：总净现值=(-400万+939万到991万），取中值为565万元。

综上所述， A同学建议“二百六”公司可以投资与“21点”的合资公司，可以分两期投，但一定要求“21点”公司在第二轮投资中给“二百六”公司优先权，如果按计划完成一期计划，可以相同对价进行追加投资。这样可以获得最大的资产回报率并且可以控制一定的风险。在秀红资本的撮合下，经过两轮不公开的谈判后，双方的合资公司如期成立。

总体来讲，当投资人有这个“灵活性”去等、 去看看， 然后再决定是否后续投资的情况下， 用期权定价模型是有用的。 因为用贴现现金流的估值模型没有考虑这种“灵活性”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同其他估值方法一样，期权分析法同样有值得商榷的地方。B-S期权定价模型是建立在欧式期权基础上的，即是指买入期权的一方必须在期权到期日当天才能行使的期权 。 这意味着如果过早行使权利可能会造成计算误差。模型的一个核心假设就是“标的公司”价格波动呈对数正态分布，这意味着价格是连续的。但是，价格的变动不仅有对数正态分布的情况，还有因为重大事件而引起的巨大波动（黑天鹅效应），市场瞬息万变，忽略后一种情况是不全面的。所以，我们一定要谨慎使用期权分析法。 期权定价模型如果使用不当， 估值很有可能被抬高，造成本应该被枪毙的项目重新启动。同时从另一个角度来说，初创公司和风投机构谈判的时候，如果风投说，我准备投1 000万元，占20%，但是要分四期到账，每期250万元，千万不要想都不想就立即答应，因为这样就等于免费赠予对方连续三期的认股权证，估值不变。并且把自己立于潜在的风险中，即使签订了强制约束性协议也是一样，在钱没有到账的那一刻，一切皆有可能。所以分期投资的话，创业者要重新计算估值，还要考虑风险。

写到这里，不少创业同学已经对估值模型有了初步概念，不过最终是否融资成功是取决于很多方面的，运气也很重要。自古以来，店大欺客，客大欺店，你想买的时候，多数要溢价，你想卖的时候，一般会折价。对创业者来说，苦练内功，打实基础，建立长期可持续发展的反脆弱体系才是最重要的 。即使获得投资，也没有什么值得夸耀的，因为长期大样本的统计数据表明，获得投资与没有人投资的私营企业的死亡率还是差不多的，投资人看错的时候远比看对的时候多，这也是机构期望高溢价、反复调查与谈判的原因。那么传统的估值方法介绍完之后，我们将在第二章抛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出一些关于动态、博弈的估值模型，一些“天外飞仙”般的估值创意。因为投资不仅是科学，还是一门艺术，有时还像一场游戏，条条大路通罗马，没有一定之规。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第二章

估值绝不像做数学题那么简单，如果只是算一算就能解决问题，那投资就和种白菜差不多了。经过前面几个实例的探讨，大家发现：每次计算出一个数值，我们都会进行修正，实际上数学模型的意义是为了给我们一个大概估值区间，而投资是一个动态博弈的过程，有感觉的成分，也有耐心、运气、胆量和勇气，还要和人性的贪婪、恐惧、丑陋和自私做斗争，是人性的博弈场，投资人也是平常心和胜负心的矛盾统一体。

回归正题，从这一章开始我将采用全新的写法，更多地引入博弈、竞争、逆向推演和宏观大格局的概念来阐述一些个人对估值的理解，不少名词是我自己编的，有一些想法好似“天马行空”， 还有些估值创意看似“匪夷所思”。我希望它们兼具科学性与艺术性，并且有一些娱乐精神，能带领各位同学在系列文章中“将投资进行到底”。

1. 全或无

“全或无”这个词似是来自物理学的概念，而在生物实验室里做细菌质粒转染的时候也会用到这个词，每次转染后当接种菌在培养箱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

里孵育时，Dr.2都会忐忑不安，因为等待我的结果，要么是转染成功，要么是一无所获，故称“全或无”。

“二百六”科技有限公司与秀红资本经过长期合作后，配合默契，多次重大决策后带领企业不断做大做强，随着业务的进展，公司决定收购一家新媒体公司，这种具有创新形态的新媒体可以更好地传播和开拓公司业务，对弥补“二百六”科技有限公司产业链的完整性发挥巨大作用。这时一家叫 “大三元”的新媒体公司进入视线。该公司成立已有5年多，微博拥有18万粉丝，网站日浏览量数千。经过尽职调查，“二百六”科技有限公司的B同学统计了自近一个月来“大三元”的微博和网站的各项数据（如表2-1所示）。

表2-1　“大三元”公司微博和网站各项数据统计

“大三元”官方微博粉丝数量	183 622 个
“大三元”微博文章平均阅读量	12 万
“大三元”微博文章平均转发/评论数	30 次/10 次
“大三元”官方网站日均 IP 量	8 000

从数据上来看，“大三元”公司的微博粉丝数量较多，文章阅读量和评价转发量尚可。网站的日均IP和PV量数据还凑合。而“大三元”的报价仅为1 000万元人民币，对此B同学非常高兴，打算进一步与“大三元”公司进行谈判，商讨投资事宜。可在此时，秀红资本的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合伙人A同学拿出了另一组数据。这是行业内另一家“大三元”的直接竞争对手，新媒体公司“38克”近一个月来与“大三元”的对比分析（如表2-2所示）。

表2-2　新媒体公司“38克”近一个月来与“大三元”的对比分析

	大三元	38 克
流量统合排名	28 400	7 125
每百万人中访问该站的人数	100	310
每百万被访问网页该站的网页数	3	9.2
平均每个访问者浏览的页面数	2.1	10.5
网站日均 IP 量	8 000	23 000
网页日均 PV 量	25 000	120 000

从数据上来说，“38克”网站的整体影响力明显大于“大三元”，日均IP量接近“大三元”的3倍，而在日均PV量上面，“38克”则5倍于“大三元”，平均每个访问者浏览的页面数明显也高于“大三元”，显示更强的内容吸引力和用户黏性。接着A同学又拿出了另一组数据（如表2-3所示）。

表2-3　“大三元”与“38克”数据比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“大三元”	成立时间：2009 年 6 月	近 2 年用户增长率：-5%	排名变化：↓37%
“38 克”	成立时间：2012 年 9 月	近 2 年用户增长率：150%	排名变化：↑124%

“大三元”微博粉丝分析　　“38 克”微博粉丝分析

A所拿出的上述数据显示，“大三元”的成立之间较之“38克”早了三年，但是网站综合排名、活跃率与点击量都不如“38克”。更为严重的问题是，“大三元”虽然一直有少许盈利，但从前年开始，“大三元”在用户基数刚刚超过运营平衡点的时候，就出现了明显负增长，网站排名也是直线下降，其覆盖力与影响力已经远远不如其他同行业网站，目前的盈利不过是靠创始人的个人关系以及一些历史合同的延续，而今年合同就要到期了。此消彼长，反观“38克”网站在近两年内，出现了用户数量的快速增长，并且网站排名有爆发式直线上升的趋势，用户绝对数已经大大跨越了行业内企业的平均基数。同时，在微博方面，“大三元”的微博粉丝数量虽多，但是粉丝活跃度明显较低，如此“僵尸粉”纵横的微博，显示了其在行业内各种竞争对手的压力之下，毫无还手之力，持续经营能力堪忧，而且“大三元”有员工10人，而“38克”仅有6人，团队较之前者更轻更富活力。

B同学与A同学经过研究后一致认为“大三元”的估值应该为0。这里使用了一种新的估值方法，Dr.2将其擅自起名为“全或无”估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

法，来进行拟投资公司的筛选。对于投资机构来说，对企业进行估值时，是否盈利并不是最重要的评判标准，但企业必须达到一定的规模或者门槛，换句话说，必须跨越“生死线”，那样企业才是有“估值”的，否则就没有任何投资的价值，因为要沉的船就是卖一块钱都是贵的！打个比方，就像证券分析师张化桥老师曾经说过的那样，地上的烟屁股，看起来价值非常低估，你觉得诱惑，觉得便宜，捡起来抽了半口，呛得难受，然后就没了。实际上二级市场里这种“烟屁股”非常之多，经常看到大批分析师和股民对某股票做出论断：它曾经涨到过多少多少钱，现在才多少多少钱，所以肯定风险小，上升空间大等诸如此类的话，各位，要擦亮眼睛啊。不过这时有同学可能会说，“大三元”辛辛苦苦做工作这么多年，怎么能说没有价值呢？实际上，这个世界上辛苦做工作的人多了去了，这是一个斗智不斗力的大时代，谁说辛苦努力就一定有回报，可以获得预想的价值呢？拿新媒体来说，当其达不到一定的覆盖力和影响力，基数过小，网站浏览数量无增长甚至出现负增长，粉丝活跃度很低，企业数年没有进行膨胀，处于原地踏步或者倒退的状态，虽然发展时间很久，但是影响力已经被同行业直接的竞争对手或后起之秀大大超越，明显处于“趋势性沉船”的阶段，那么我们认为该企业没有“估值”。这就是“全或无”的概念。

经过仔细调研后，“二百六”的B同学放弃了与“大三元”的联系，而是转向与“38克”谈判，随后采用了“比较法”（详见第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章）进行估值，经过一系列交易设计，完成了全资收购。具体细节也不再对外公布了。

2．行业估值法

上一节， 我们说了利用“全或无”的估值概念来对企业进行估值。 这一节， 我们谈论一种并不常见，比较“天马行空”的估值方法（本文案例纯属虚构，如有雷同，纯属巧合）。

马太效应告诉我们，强者会愈强，而弱者只会愈弱。商场如战场，在一个行业里面，独占鳌头的永远只有那两三个公司。“二百六”公司在收购了新媒体公司“38克”后，整体业务发展更趋完善，现金流愈加充沛，于是和秀红资本合作成立了私募基金“海底捞月”一期，凭借双方在行业内的地位和过往众多成功的投资经验，认购非常火爆，共募集了5亿美元。

“海底捞月”欲进军一新兴行业。目前行业内有100多家公司在激烈竞争，其中5家公司发展趋势向好，其中有“嘟嘟”、“慢的”、“清一色”、“哒哒”和“小黄蜂”。但它们之间由于烧钱争夺流量，财务报表惨不忍睹。不过“二百六”有限公司的B同学看中了“嘟嘟”的团队，并与其进行了数轮商业谈判和实际调查，在不断修正估值方法和估值模型后，发现无论用“净现值法”还是“比较法”，各种模型计算所得的投前估值都大致在2 000万~4 000万美元之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

间。B同学正在犹豫如何要约投资金额和股份比例的时候，A同学却石破天惊地提出，“海底捞月”可以出资1亿美金投资“嘟嘟”，而且仍只占公司20%的股权，投后估值5亿美元。一家总价值只有几千万的公司花上亿的对价去入股，还是美元，难道A同学疯了吗？这是什么投资逻辑呢？且听他娓娓道来。

根据国际著名数据公司“二到家”的预测，“嘟嘟”所在行业在5年内会膨胀20倍以上，行业市场总额可达每年100亿美元。目前行业内市场份额大致如表2-4所示。

表2-4　市场份额表

公司	所占市场份额
“嘟嘟”	8%
“慢的”	9%
“小黄蜂”	7%
“清一色”	3%
“哒哒”	4%
其他一百多家小公司	69%

不难看出，行业内这三家公司实力较强，未来可能会出现行业双寡头或三寡头发展的趋势。A认为，下重金投资“嘟嘟”有以下两个理由：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 该行业具有爆发增长的趋势，市场总盘可至100亿美元，前景广阔；

2. 我们选择了行业中大概率会胜出的几家公司中的其中一家下重注。这样会加快行业进入双足（或三足）鼎立的状态，反而未来会有较高的投资回报。

对于上述的假设基础，B同学表示赞同，但他还是很疑惑不解地问，“嘟嘟”投资总标的只有2 000万美元，为什么要用1亿美元来入股其20%呢？照常投资不可以吗？这样风险还小。对此A同学做了正反两方面的4个理由进行如下解释：

1. 在“嘟嘟”获得巨额投资之后，就会在客户中拥有最强的商誉，因为所有人包括用户都知道，目前这种无序竞争不可能长期存在，行业内的大批公司必然会死亡，这已经被类似“团购”和“打车”等新兴行业的经验教训不停地验证过了。而客户总不希望为他服务的公司不稳定吧，他一定会挑选其认为最可靠、最不可能破产的公司。所以行业内社会资源就会向“嘟嘟”靠拢，因而它能够拥有最好的人才、供应商、渠道、客户以及媒体资源等。如此一来会加速导致一些行业内小公司的破产，因为小公司没有实力与巨兽般的“嘟嘟”相抗衡，它们渐渐地招揽不到足够优秀的人才，逐渐失去行业地位和商誉，导致公众对它们产品的信心更低，于是他们会更快地不断相继死去或与“慢的”和“小黄蜂”等抱团取暖。这就是马太效应的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

真实写照——“任何个体、群体或地区，在某一个方面（如金钱、名誉、地位等）获得成功和进步，就会产生一种积累优势，就会有更多的机会取得更大的成功和进步。” 换个角度看，这实际上也加快了行业的集中。

2. 行业准入门槛被提高 ，其他的投资机构不敢轻易跟进，行业内相关企业或者决策周期变得非常长，甚至已经有了投资意向的要约都会被打乱，这样又会形成连锁反应。还记得第一季第五集结尾中提到，即使已经签署了约束性协议，在钱没有到账的那一刻，一切皆有可能，因为资本本身就是逐利的，通常不会去给你雪中送炭，修理沉船的。“二百六”公司看似“瞎搞”的巨额投资，其实给别的投资机构带来了巨大冲击，会导致它们对该行业望而生畏，大多数资本实力不够强的机构无法跨入一下被架高的门槛，而如果按常规只投资了一两千万，在残酷的竞争中显然不可能获胜，而之前不少机构已经投资的很多分散的小项目，每个标的都大致在几百万到一千万人民币不等，其批量死亡将会是大概率事件，因为其实力相对于“嘟嘟”雄厚的资本来说，根本不值一提。同时那些非常缺钱的创业公司，本来已经准备按常规套路去融资，却碰上这么样一个不按套路出牌的“二百六”机构，于是将可能会步入采用比较法评估后这些创业公司的市场估值非常高，但却无人敢投，因而更缺钱的一种窘境。由于没有机构快速跟进，随着时间流逝，差距快速拉大，那就更没有人敢投了，最后陷入了“囚徒困境”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3. 如果B同学按照常规思路去投资“嘟嘟”600万美元，占其投后的20%多的话，虽然看起来短期资金风险小了，可是整个项目成功的概率却是小了很多，就像上一节里介绍过的“全或无”概念，在没有达到一定规模并越过“生死线”后，企业最后的估值可能为零，你是要90%大概率成功的巨额投资呢，还是要非常小心谨慎却异常勇敢地交出600万美元学费，然后回来总结一套又一套的经验教训来说明这学费是如何交的呢？要知道出现“沉船趋势”后，企业将分文不值，所以巨额投资看起来冲动，其实风险小，投资回报率反而高，因为沉没的投资回报率永远为零，再算上拆借的资金成本和机构调研、法律配套、财务审计等等，回报率实际上为负。

4. A同学根据投资后的市场博弈，结合目前的数据和行业内其他公司的发展趋势，预测了三年后的行业市场份额，如表2-5所示。

表2-5　三年后市场份额预测

公司	所占市场份额
“嘟嘟”	49%
“慢的”	41%
其他数十家小公司	10%

可以看出，大批在之前有一定市场地位的公司出局，而“嘟嘟”和“慢的”两家公司将占领市场90%的份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

听了以上四点理由，B同学被说服了，但是他又抛出了新问题：投资的1亿美元是怎样算出的？A同学做了如下推演，行业5年后可以到达100亿美元的估值，那么我们取一个双方都认可的、整个行业3年后的整体估值和“嘟嘟”公司的市场份额作为估值中枢。在3年后大概如表2-6所示。

表2-6　三年后市场预测

“嘟嘟”投前估值（贴现现金流法）	2 000万美元
“嘟嘟”3年后市场份额	30%
行业3年后市场规模	35亿美元

然后做出如下计算：

2 000万美元＜我们的初步计划投资额＜35亿美元*30%市场份额*20%股权

2 000万美元＜我们的投资额＜2亿美元

那么到底“嘟嘟”现在需要多少钱，才能大概率地获取持续竞争优势，达成我们推演的目标呢？通过仔细调研和与“嘟嘟”管理层的深入沟通，最后经过测算和真诚探讨，我们一致认为大约1亿美元就可以做到。于是我们一起营销造势，制造了“要讨我的爱，好胆你就来”的轰动性效果。而“嘟嘟”的管理层也是有大决心、大魄力的，一般的公司就算你给，他也未必敢要。投资1亿美元，看起来像是做了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亏本的买卖，但实际上却会有比较稳定的回报，甚至会超过预期，而且投资标的比较大，降低了各种边际成本，如寻找项目、调研人力物力的消耗以及资金闲置的成本。所以这是一次采用行业估值法逆向推演后的估值模型，为常人之不敢为。著名投资机构软银历史上就多次采用了类似的方法，没有数学模型，只有敏锐的感觉和高瞻远瞩，正如孙正义所说，我所看重的是30年后，而绝不是现在。

各路神仙、妖怪、“月光宝盒”的竞争者和个个都很聪明的投资/投机大师们在行业内做的许多努力，例如花费巨额营销费用对相关行业和产品做广告，花大力气做各种市场宣传、媒体投放推广等，都会无形之中成为“嘟嘟”发展的推动力，等于为其做了嫁衣。因为行业内最后一般只会剩几家，所有的营销都指向了这些巨头。它们就像“黑洞”，将所有行业优势、发展资源以及用户们向自己的身边吸引，而那些没有实力的小公司最后只能成为“被吸”的一部分，成就了巨头们的传奇故事。

A同学所提出的这种利用整个行业未来估值来对企业的未来估值进行预测，并根据该估值确定投资额的方法被Dr.2同学起名为“行业估值法”。行业估值法的要点在于：投资机构需要给企业投资多少现金才能让它们在行业中拥有“超级”竞争优势。 能够让它一口吃成个胖子，使得它拥有强大的吸引力，战胜行业内的其他对手，成为翘楚，才是最重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后，对行业估值法用一句话描述：“你们倒下的身躯，最终成就了我。”

3. 博弈估值法

上一节说到利用行业估值法来对企业进行估值，看似天马行空，其实深含哲理，也有博弈的成分存在。而这一次，我们要说的是博弈估值法，这是Dr.2擅自起的名字。

什么是博弈？博弈是一个管理学名词，是二人或多人在平等的对局中各自利用对方的策略变换自己的对抗策略，达到取胜目标的理论。博弈分动态博弈和静态博弈两种，我们这里要讨论的主要是动态博弈，指参与者的行动有先后顺序。在一个行业中，如何能够分析自己与对手的利弊关系，从而确立自己在博弈中的优势并利用优势来获得利益 ，是我们需要思考的地方。

“二百六”公司近两年发展迅速，在多个行业均有涉猎，不过五个手指还有长短呢，这不，公司旗下的企业“同花顺”最近却一点都不顺。同一行业内的龙头公司“二百九”产品在市场中占有主导地位，因此“同花顺”的市场份额不断下降，出现连续6个季度亏损。为了调整产业结构，“二百六”公司B同学希望“二百九”公司能够收购“同花顺”，于双方各自有利。但是出现“沉船趋势”的公司估值非常低，进行了多轮谈判，“二百九”公司只肯出2 000万元人民币收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

购，主要是看中了曾经巨额投资建设的流水线等固定资产，并且条件苛刻。但是“二百六”公司如果不同意这个报价呢？随着市场竞争加剧，“同花顺”在进一步丧失市场优势后，温水煮青蛙，最后可能会破产，并留下一堆负债，这并非是一个小概率事件。而“二百九”公司正是由于看出这一点，才刻意进行压价，与“二百六”公司博弈。正在彷徨之际，秀红资本的合伙人A同学又出现了（咦，为什么说又呢？），经过仔细调研和思考，因为碰到这种情况，常规的办法怕是不行了，A同学决定使用保留大绝招之“天外飞仙”来帮助同一个战壕的阶级兄弟“二百六”公司。

因为“二百九”公司与“同花顺”位处同一领域，是行业内的直接竞争对手，“二百九”公司市场份额约为55%，而“同花顺”约为8%左右。A同学在此时，出人意料地决定对“同花顺”增资2 000万元人民币，而在获得投资后，该公司开始了一些大动作。

首先，“同花顺”用这笔钱投资升级了自己的客服系统；

其次，将自己公司的主营产品直接降价20%；

最后，他又将一部分资源免费开放给客户。

在这一系列动作之后不久，行业内的直接竞争对手“二百九”公司就受到了冲击。 该公司经过内部测算，如果“二百九”公司为了利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

润率，不跟随“同花顺”进行价格战的话，会出现如表2-7所示的变化。

表2-7 “同花顺”与“二百九”价格战预测

	销量	市场占有率	资源	成本
“同花顺”	↑	↑	↑	↓
“二百九”	↓	↓	↓	↑

如表2-7所示，“同花顺”的销量、市场占有率、所占资源都会上升，自然而然地随着销量上升，开工率增加，相应地单位产品成本和边际成本都会下降，这样亏损程度大大减轻。如果“二百九”公司一直不跟随的话，反而会促进“同花顺”公司的异军突起，短期策略就可以变成长期策略。那么在市场博弈下，“二百九”公司的销量、市场占有率、所占资源都有所下降，它的成本却因为开工率下降和营销体系人力闲置而开始上升，出现动态变化，此消彼长。

而如果“二百九”公司跟进这场价格战，那么由于它的基础销量非常大，哪怕只降价10%也会遭受巨大的经济损失，“同花顺”公司持续此策略一年的话，“二百九”公司的损失至少超过3个亿。而且“同花顺”公司已经先行动手，结果无法挽回，因此让“二百九”公司陷入左右为难的境地。同时，因其每过一天就多一天的损失，谈判的主动权逆转了。好在“二百六”公司和秀红资本的初衷本来就在如何用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

掉包袱，经过几轮快速拉锯谈判，最终与“二百九”公司达成协议，以一亿元出售了“同花顺”的资产和负债。

博弈估值法有以下几个特点：

第一，不少公司使用博弈法是为了其行业地位，具有策略价值；

第二，这个估值是有时效性的，因为价格战并不是一个长期性动作，一家公司不能为了打价格战永远都对自己的产品不合理降价并放弃自己的利润，博弈估值法使用的是在比较短的时期内能对直接竞争对手产生实时动态的压力，让其左右为难；

第三，该方法获得的估值对价通常介于被压低的报价和对手的潜在损失之间，具体的数额部分取决于谈判的能力和实际的市场反应，甚至非常主观和情绪化，没什么道理可言；

第四，通常收购方主要是从消灭对手，获取竞争优势的角度来考虑，被收购企业的净资产和贴现现金流并非至关重要，所以价格的高低很大程度上取决于他们所处整个行业的估值和发展趋势。

与多数估值方法一样，博弈估值法也有非常大的不足之处，既然是绝招，就不能轻易使用。因为它的概念较为抽象，而且需要真实投入各种成本，包括资金和人力，并直接在市场中进行检验，并不是靠估值模型或者模拟计算就能得出。对于投资机构和企业来说，与其说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是一种估值方法，倒不如说是一场战役、一场游戏，甚至是一次赌博，所以这并不适用于所有案例，而且具有极高的风险性。因为博弈双方都有可能打赢，比如“二百九”公司的领导者不管以何种原因，但是决定也长时间跟进的话，虽然可能遭受损失的绝对值比较大，不过也有可能让“同花顺”及其母公司堕入深渊。所以商战中需要知己知彼，熟悉对手的风格，做出合理的判断，必要时需要信心和勇气。我们军事上有一种提法是“最关键的是指挥员的决心”，如果决心已下，打得过要打，打不过也要打，这就是“亮剑”精神，因为商场如战场，两军相遇勇者胜！

4. 重置法

在前一节，我们说到使用博弈法对企业进行估值，这是一种动态的估值方法。现在，我们给大家重新介绍一种新的估值方法——重置法。首先跟大家引入一个概念：什么是“重置价值”？“重置价值”就是现在重新购置同样资产或重新制造同样产品所需的全部成本。因此，重置成本相当于如果不能取得同一资产或其等价物时，采用全部自建后所需支付的钱人财物、时间成本和机会成本的总和。在你为了想进入某个行业对某亏损企业进行收购的时候，如果采用贴现现金流等数学模型来进行估值的话，那无论怎么算，该企业的收购价都是天价。那么你想低成本收购，甚至零元收购，你觉得对手盘公司会同意吗？会不会陷入"too simple, too naive"(太傻太天真）的一厢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情愿中呢？ 因此我们就势必要尝试另一种可以既符合自己意愿又符合市场规律的估值方法，这时候就可以使用重置法。

“二百六”公司的移动医疗软件业务逐渐发展壮大后，决定向上延伸产业链，进入医药健康行业。于是公司欲投资收购某民营医院，从而获得牌照，并与自己的相关业务协同。“大四喜”是一家在本地发展了十年的民营医院，但因为目前医药行业竞争激烈，该医院的资本实力较差，很多设备落后，优秀医师不断离职，每况愈下，最近几年更是出现了亏损。但是“大四喜”地处内环以内，交通较为便利，又有一定的知名度，综合来看，如果努力经营的话，还是很有发展前途的。于是“二百六”公司董事长T同学在综合了各项信息之后，决定对“大四喜”进行收购。不过随着双方估值分歧太大，谈判陷入僵局。但“二百六”公司这次是战略性进入该行业的决心，于是公司的投资机构，秀红资本的合伙人A同学与T同学打算采用一种全新的，以前没有使用过的估值方法——重置法来对此医院进行估值，并测算自己所能接受的最高报价。

A同学首先列举了假设“二百六”公司要重新从0开始建立一家与现在医院具有相同规模和发展状况的新医院所需要的资金，如表2-8所示。

表2-8　新建同等条件的医院所需资金估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（单位：元）

土地与建筑：土地，新建门诊楼、住院楼，附属设施建筑，硬化、绿化等基础配套工程	3 000万
医院内部设备设施	2 000万
人力资源	500万
其他	500万
总计	6 000万
附加：建设总工期3年（从基础设施开始建设至医院达到“大四喜”同等影响力）	

从以上数据可以看出，“二百六”公司如果要将一座医院拔地而起，需要准备6 000万元现金和至少为期三年的准备期，同时牌照是否能够顺利获得，具有较大的不确定性。结合“二百六”公司的自身发展情况综合测算后，该公司所能接受的最高报价是一个亿。

随后A同学又对“大四喜”进行企业资本清算。

截至2016年10月，“大四喜”医院的净资产为4 000万元人民币。虽然其为负向现金流，但该医院的负债很少，采用重置法对“大四喜”医院进行估值是在医院净资产和重新建立一家同等级别的医院所需要的各种成本之间进行区间估值。假设收购估值为X，则X大致为1个亿和4 000万元的中值，约在7 000万元左右（仅为估算，全资收购与部分投资还是大不一样的）。于是经过一轮轮的上调报价，讨价还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价，最终以7 300万元的价格，对“大四喜”医院进行了收购，双方都觉得可以接受。

通常企业采用这种收购方式进入某一特定行业的原因有二。

1. 企业进行收购是为了牌照。（例如：医院与银行等准入门槛较高的行业。民营医院牌照批准手续非常复杂，规定繁多，民营银行也同样如此，对于一家已经不再盈利的医院，或者不断亏损的银行，牌照在你那里一文不值，但对投资者来说却是一个很高的准入门槛，投资者们可能通过高效率的运作和已有产业链的协同，获得比较好的收益。）

2. 为了目标公司的隐蔽资产，比如销售渠道、土地（房产）和矿山等。举个例子，某国有公司一直经营不善，处于亏损阶段，但其在闹市区有一块土地，却无力开发，公司虽然不好，但是土地增值，而且土地位于公司名下，无法出售，故只能采用整体收购或者合资的办法进入。这在房地产开发和矿山开采领域是非常普遍的。

而在考虑使用重置法对收购企业进行估值时，一定要进行相关权益的确权，同时在合同中明确标的物，防止出现产权不清，牌照无法过户或者已经私下进行了转移等种种事情，尽职调查和风险控制是非常重要的两个工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当然了，任何事物都有正反两面，在第一季和第二季连载中我们谈到的数种估值方法或多或少都有一定的局限性。重置法的主要缺点是重置所需要资金的确定缺乏客观性。由于计算重置成本的时候，市场上所销售的商品，价格（此案例中涉及到的土地价格、建筑价格以及设备、人力价格）可能并不完全一致，因此，在重置所需要资金的确定过程中，不可避免地会带有一些主观因素。再者，由于时间因素，或由于技术进步等原因，有些资产的价格会有很大变动性，或者未来很难在市场上找到同类产品，于是对于这些资产的重置价格只能依靠估计，资金的确定由此更带有主观的成分。

5. 影响力估值法

截至目前为止，在前文所述的9个案例中，对企业进行估值的时候，通常只考虑了企业的资金价值、资源价值等，也就是在对价和估值时，将目光只停留在了“企业”上，但却没有考虑“我”，也就是投资机构本身的价值。这一回，Dr.2将提出一个新的估值方法——影响力估值法。影响力是一种试图支配与统帅他人的倾向。这是一个新的概念，这里所说的影响力，并非指其他，其代表的是投资机构“我”的影响力 。接下来我们依旧来讲故事。

在数年之后，“二百六”公司发展迅速，经过全产业链布局加垂直整合后，目前已是国内顶尖的大公司，现金流充沛。最近其董事长T

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同学为提高闲置资金的使用效率，仔细考察了另一行业内一家比较好的公司“对对和”后，决定对其进行财务投资，采用常规增资扩股的方式。在与“对对和”进行了多轮商业谈判和商榷，以及仔细地估值计算之后，双方均认可如下结论：

“对对和”公司目前估值为2亿美元。而该公司的CEO“马上有”同学希望“二百六”公司投4 000万美元现金，持有投后公司17%的股权。“二百六”公司的B同学认为该项投资可行性很高，长期回报还不错，于是报请董事会批准，似乎又要皆大欢喜了，然而故事并没有结束。

“二百六”公司的董事长T同学否决了这份投资估值方案，并提出新方案：“二百六”公司以2 000万美元对“对对和”进行增资，却持有投后公司20%的股权。此言一出，满座哗然，“对对和”公司高层表示无法理解。随后T同学进行了解释，这是使用了影响力估值法对投后企业做出了合理估值后，再逆向推演的结果。

在传统的估值中，所有人都将注意力集中在被投资或被收购企业身上，计算的是该企业获得“资金”后，由于这部分“资金”所可以获得的收益，而较少考虑到投资机构本身对企业带来的巨大价值。举几个例子，比如：马云说，Dr.2这个小鬼还是挺有意思的嘛；雷军说，他长得还真挺像风口里飞的那头猪哎；又或者周鸿祎认为：这人比我年轻时还″二“呢……换句话说，即使马云只给你投资了一包卷筒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纸的钱，但是其带来的影响力将会对你整个事业的进展带来巨大的推动作用，庆丰包子铺的火爆就是真实发生的例子。那么此“二百六”公司已非当年几个自称是高学历的海归创业人才初创的“二百六”了。如今它已经成长为国内顶尖的企业，声明远扬，旗下还有众多运营良好的实体，还有其在投融资、新媒体、医疗健康等行业的布局，这些都会在无形中提升“对对和”的企业形象、竞争优势、无形资产和市场地位。在未来，行业内最优秀的人才在此聚集，好的供应商、中间商和客户都会络绎不绝。他们冲的仅是那多出来的2 000万美元吗？这其实也是马太效应，“二百六”公司用其巨大的资源给“对对和”的未来发展以强劲助推。投资人本身的影响力，对企业的价值巨大。

最终经过多轮富有建设性的谈判，“二百六”公司成地低以2 000万美元获得“对对和”18%的股份。随着时间流逝，该公司在行业中地位日渐提升，逐步进入了“第一梯队”，销售额和毛利率都大幅提高。而在这次投资中，双方都获得了巨大成功。

在使用影响力估值法的时候，需要考虑以下几点。

1. 投资机构（人）拥有非常大的实力（或知名度），属翘楚或顶峰级。没有一定实力的投资机构无论说什么，好的企业也不愿搭理你。只有精钢钻，才能揽瓷器活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.影响力估值法的本质，其实是在经营投资机构自己的品牌 。在公司规模达到一定程度后，公司的“名字”就是信誉，公司的品牌就是影响力，在投资谈判中就占据了主动权。你想让我投资吗？不好意思，我不想要你。就是这么牛气。比如在某企业投融资实践中，普通的VC/PE，投资某金额占据一个股份，但是如果是软银、红杉、IDG的话要获得同样的股份的话，可能会支付少得多的对价，但这也是合理的。

3. 换个思考方向，如果TOP级大牛机构对企业进行投资，企业在认可减少资本投资的同时，肯定会有更多其他资源的需求，这就需要双方进行深度的战略合作，并进行长期、深度的交流。

读到这里，创业的小伙伴们肯定已经对估值有了一定的了解，也可以从更宏观的角度去看待创业这件事。所谓创业就是建立一份长期可持续发展的事业，在未来可以交由其他人继续传承，由此获得创业者的财务自由和人身自由，并创造社会价值，承担社会的责任的过程，三者缺一不可。而投资从本质上说是与创业和谐统一，达成双赢，互相促进的一个动态过程，因此和创业一样，投资从来都是一个高风险的行业，没有一定的成功模式，但是却有无数的失败案例。投资更像一门艺术，没有约定俗成的风格，却可能有着令人惊叹的美。我们不想机械，不想墨守成规，不想闭门造车，我们更想拥有天空般辽阔的胸怀和视野！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三章

“面朝大海、春暖花开”是每一个创业小伙伴心中对成功的渴望。在经历了那些看似“天马行空”和“匪夷所思”的不同估值方法后，仍然有许多刚刚入行的热血青年以及不少没毕业或者刚毕业的孩子对大量基本概念一无所知，而基本功是非常重要的，因为创业并不只是头脑发热。激情是必备的，可是鲁莽并不是美德。对于创业者来说，创业不容易，且行且珍惜。从这一章我们要开始回归一些基本理论以及试图探讨估值中一些非常深层次的问题，行文以科普为主，尽量简化模型和计算。

1. 产业资本与VC/PE不同的投资思维

首先，我想要先说说产业资本、VC和PE这三个概念。产业资本的定义是，在资本的循环运动中，依次采取货币资本、生产资本和商品资本形式，接着又放弃这些形式，并在每一种形式中完成着相应职能的资本。

产业资本的功能有两个，一是在生产过程中创造剩余价值，二是在流通过程中实现剩余价值。从它的概念上可以看出，产业资本的主要目的其实是创造和实现剩余价值，从一个做实业、做产业的角度去思考问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

VC和PE的概念相信大家都很熟悉了。VC指的是Venture Capital，即风险投资。PE即Private Equity，翻译为私募股权。这两个单词实际上都是指的对企业或者项目进行有风险（可能会失败，可能会成功，风险需要靠VC/PE在投资前期进行评估）的投资。不同的是，VC投早期的项目，可以承担巨大的风险，有的项目还是萌芽，有的项目初具规模，但是商业模式可能还不成熟，一般投资额并不大，我们经常看到的互联网行业中的早期投资项目，基本上都属于VC；而PE投资的项目一般都是商业模式成熟，也具有一定的规模，投资额往往都比较大（千万元以上）。但经过多年的发展，大的VC已经变成了航空母舰，很多也会参与投资大标的和中后期的项目，而PE的发展则出现两极分化，大量小型机构反而缩手缩脚，有不少还在几百万这个级别转悠，甚至还不如一些个人天使投资，所以目前来说，VC和PE之间的界限在实际操作中越来越模糊。因此在本文中，我们将VC和PE作为一个整体来看，因为它们代表的都是风险投资（只是风险控制和风险承受能力不同），随后将其与产业资本对比，来阐述它们的不同之处。

1.首先，产业资本与VC/PE是两种不同的思路。产业资本主要注重于收购与并购，一般由具有实业背景的产业操盘人运作。而VC/PE主要是以风险投资为主，他们倾向于投资现在/未来可以独立运营发展的企业或团队，在选择企业时，他们喜欢拥有完善的体系或者股东结构的企业，而且企业在未来的发展中必须要达到一定的规模，在不久的将来可以进行可持续发展，有较好的发展收益，否则VC/PE看不上眼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2.产业资本基本不以退出为目的，也并不用“打一枪换一个地方”的麻雀战的方式来进行投资，他们沿产业链垂直和外延进行布局，倾向于收购与并购，这导致了产业资本甚至可以有策略性亏损，因为他们考虑的是被收购/并购企业是否能与自己的业务具有协同效应。与产业资本不同的是，VC/PE在最后却是要退出的，他们一般是仅进行风险投资，为被投资企业出钱或者出力，但是对方还是一个独立的企业。他们以5~10年作为一个投资周期，到了一定年限后，他们通过IPO、并购或者破产清算等的方式退出，同步还进行对其他企业的投资，并利用退出收益不断进行循环重复的再投资，支付合伙人对价和带给股东回报。

举个例子，前段时间，我们与某移动医疗团队进行了很长时间的沟通。他们有多名合伙人从事以医院为入口，提供移动查房、移动护理和个人健康管理等方面的软件和硬件服务，先后和石家庄、马鞍山和盐城的某些医院有过合作，积累了一定的人脉和技术实力，现阶段他们这个6人技术团队想独立出来，做自己的产品。但是问题来了，由于他们是一个纯技术团队，没有完善的运营体系和资金，因此他们希望找一个机构对他们投资数百万元进行项目启动。小伙子们信心满满，冲劲十足，不过经过推演后，我告知他：目前获得VC/PE投资的概率为零。项目领导者是个有为青年，不过多年的职业生涯和风险承受能力所限，他设计了一个非常稳健的业务发展模式，以不亏损为第一原则，按他的计划在几年后大约有百八十万的利润。于是他质疑，风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险这么小，并且稳定回报的项目，为什么风投会不感兴趣呢？他有朋友胡扯一个计划书也能拿不少钱。投资人们难道“脑子进水了”吗？

这并非个案，而是不少创业小伙伴遇到的真实情况。就像Dr.2于这次海南度假时第一次潜水后的感悟一样，进入新的领域，当你需要摒弃多年以来用鼻子呼吸的方式，换一种别的呼吸方式才能生存的时候，这种认知上的巨大落差是很难在短时间内扭转的，而人总是会站在自己曾经认为绝对正确的角度去考虑问题。所以请小伙伴们尝试先放空自己，换一种思维方式。首先风投基本不投“小而美”或者远期规模太小的企业，这是软银资本合伙人和我们交流时的原话。既然是风投，就是可以承担风险的，但是他们期待的是爆炸性增长和以并购和IPO为主的退出方式，分个几毛钱红对他们没有任何价值。这是根本思维逻辑上的不同，宁可去做赌博可能一夜成功的“童话”式的兔子，也不愿为“慢速但扎实的乌龟”浪费时间。过于稳妥或类似“不见鬼子不挂弦”式的骑墙策略，这与风投的投资哲学是背道而驰的。不过不需要灰心丧气。第一，可以先按照自己的思路慢慢滚动发展。企业和人一样都是会成长的，策略也是可以变化的，因为只有做事的人才真正了解自己的项目，很多外人都在胡说八道。第二，这个世界不是只有VC或者PE，还有产业资本，而且产业资本并非就一定都投大项目，其实他们很灵活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经过随访反馈后得知，这些小伙子们最终获得了某医疗器械厂商的600万元投资，已经开始实际运作了。昨天微信沟通后得知他们获得了好几个医院的单子或意向，现在忙不过来，开始超预期发展了（这是一个刚刚发生的真实案例，并非虚构）。

产业资本投资的原因可以有很多。例如，为了某些人才，为了团队的体系（这在后面连载中我们会重点提到对“人”的估值），为了渠道和品牌，或者独特的知识产权、产品，某项特殊的技术等等。最重要的原因是，该团队的产品和企业的业务能够有协同效应，在未来能够共同合作，有双赢的发展趋势。换句话说，投资的目的不是等到他能独立运营后就顺势退出，而是要进行产业跟进与互补。甚至对于重资产企业，趋势性沉船企业，或者这种不能独立运营，甚至只有几个人而且未来业务规模也比较小的团队，VC/PE是不可能投的，但是产业资本却可以对他们进行投资或收购。产业资本可以利用行业和产业链的完整性对他们给予支持，相当于这种类型的小团队是一艘船的钢架，而产业资本就是森林，可以使用木材来将他们补充完整，共同创造更大的价值。

产业资本与VC/PE虽然看上去都是通过对企业估值，出资给公司让它们去发展，但是它们却有着本质上的不同。关于产业资本的并购思路和理论基础的“协同”，我们将在下一节中探讨。

2. Stand Alone Value与Synergy Value

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在上文中，我们主要论述了产业资本与VC/PE的不同，那产业资本在对企业进行并购的时候是如何考虑企业的估值的呢？我认为从长期和大样本统计数据来看，一个企业是否有价值取决于它是否能够直接或间接产生未来的现金流。至于是否有能力产生现金流又取决于这个企业是否掌握着某种特定资源，包括人力资源、企业的管理能力、采购的议价能力以及销售员的销售能力等多种因素。我们在做并购案时常说的Stand Alone Value（企业独立估值）就是目前企业这种能力的综合体现。以我的经验来看，并购案的估值要比创建投资(Greenfield Investment）来得复杂一些。这主要是因为有另外一个因素，那就是Synergy Value（企业的协同价值)。说得通俗点，就是如果你的企业我来做，因此而产生的价值。

企业并购的动机纷繁芜杂，最简单的一个就是捡个漏、淘个宝。这是指被收购方的估值比它的真实价值低，清仓大甩卖，跳楼价，不买简直就是“二百五”。另外一种也很常见，就是看你不顺眼，或看得不肯放手，非买不可。这往往和买家的好恶有关，就像女人看到心仪的挎包，多贵也要买下来，没什么道理可讲。还有一种呢，就是收购方用多种经营来减低主营业务的风险。不将鸡蛋放一个篮子里，这个道理也很简单。但是我们今天重点讨论的一个收购动机是基于一个假设。这个假设就是如果将两个企业合并起来，那其所产生的价值应该比独立企业价值之和高。也就是1+1在收购后大于2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果你收购的动机是前面3个的话，这类企业没有什么协同价值可言， 就按一般企业独立价值估值就好了。但如果收购有协同价值的话， 那估值就要有变化了。

我们首先要搞清楚协同价值从哪里来。本文将协同价值分为两大类：营运协同价值和财务协同价值。

营运协同价值可以影响营运利润增长并通过这些使合并企业价值增加。我们又将营运协同价值分为四小类。

1.规模效应: 产生成本效益。通常都是两个处于相同行业的公司进行横向收购。比如说优酷收购土豆后的优土。

2.定价权的提升：定价权的提升主要来自消灭对手，市场份额和地位的相对提高。通常这也是两个处于相同行业的公司进行的横向收购，特别是市场上竞争对手还比较少，并购后容易形成寡头，价格自己说了算。比如说华视传媒并购DMG。

3.不同功能的补充：这就是所谓的功能性协同，别人有的正是我缺乏的。收过来可以填补我的空白。这样的收购就不限于同行业了。因为很多功能可以在不同行业互相迁移。如facebook 收购WhatsApp。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4.新市场的增长:公司为了开辟新疆土，收购一家具有实力的当地企业，利用它在当地的力量来增加自己产品的销售。比如说达能入股娃哈哈，以及后面和蒙牛的合资。

财务协同主要来自更高的现金流或者更低的资本成本以及负债成本。财务协同包括以下几种情形。

1.一个有钱没项目的公司和一个有高回报项目但没钱公司的结合能创造出更高的价值。这种协同一般来自大鱼吃小鱼，或一个上市公司并吞一个民营企业。比如说阿里并购高德地图。

2.更高的承债能力。因为两个公司合并，它们的收入和现金流或许更为稳定或更具有可预测性，这样合并公司能从银行借到更多的钱。合并公司的杠杆增高，随之带来的就是税收利益。这个税收利益体现在更低的资本成本。

一般来说，被收购方产生协同价值的要素往往是企业掌握着某种特有的资源，这种资源不限形式。这种资源如果被收购方看重，并且如果并购成功的话，就会产生更大的价值。比如说：

1.横向收购，这往往会产生规模效应，成本会因此降低，或者市场地位大增，因此销量大涨，利润提升。

2.纵向收购，这就有可能产生完善产业链布局的协同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

3.还有一种是功能性收购，可以填补我的空白。

所以说，许多并购都可能会产生协同价值。更重要的是我们怎样去给这些协同价值估值以及决定愿意付多少给这些协同价值。毕竟，公司愿意付大价钱去支付这种协同，必须要知道这些协同的价值是怎么评估的。关于协同的估值，我们不在本章阐述。

收购方所能支付的最高估值上限为企业独立价值+协同价值。既然是两家公司合并，那么其协同价值所带来的好处该怎么分享呢。这取决于收购方的贡献是否独一无二，或者是否容易被替代。如果收购方的贡献容易被替代的话，那么协同的好处应该给被收购方多一些。如果收购方的贡献是独一无二的话，那么两家就要好好谈判一下了。同样，如果被收购方有多方追求的话，那就可以待价而沽。这和旧社会娶媳妇差不多，很多时候是因为谁家给的聘礼多，姑娘就嫁给谁。

话说回来，由于估值距离签订股权转让协议往往还有一段时间，而如果这段时间出现了重大不利变动（MAC），那收购方可以认为被收购方已经不那么有吸引力了。这时候，收购方往往会重新估值或放弃收购。即使股权转让协议已经签署，收购方要求重新评估或放弃收购的例子也并不鲜见。待嫁的姑娘如果礼金少一半，或干脆被退婚，这滋味只有当事人自己心里明白。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说过了产业资本的想法，我们再将目光放到行业内的公司身上。国内最大的电脑制造企业之一“敢想集团”于2004年以XX亿美元加股权成功收购美国“MBI”公司全球的个人电脑和笔记本电脑业务，收购完成后“敢想”成为了全球最大的个人电脑厂商之一，“MBI”成为“敢想”的第二大股东。为什么由它而不是别人来完成收购这件事呢？行业内计算机厂商多如牛毛，当年除了戴尔和惠普这两个超级大牛外，还有包括索尼、华硕、金士顿、迈拓和长城等公司，它们也都分别有计算机硬件业务。我想一个非常重要的原因是“敢想”的业务发展模式比较好，产业链框架布局足够大，同时借助于当时中国人力成本较低的独特优势，建立了比较深的“护城河”。其他公司如果强行去做这件事情，反而会受“被收购公司”的拖累，即使拼全力出了大价钱把它买下来了，你也“养不活”它，而且还会因为想要养它替它还债，而把自己“饿死”了。而“敢想”不同，它不仅能“养活”，还能让其“为自己赚钱”，因为它能够将业务进行产业协同，共同发展，互相弥补不足，实现共赢。

虽然产业资本和VC/PE的思路有着本质上的区别，但这只是由于这两种机构对于“生意”和“估值”的看法不同，而在实际的投资活动中，并不是非A即B的。商场如战场，只要有发展，有钱赚，那它们就都不会放过。投资绝对是“条条大路通罗马”，没有一定之规，而往往是以成败论英雄的，所以“走自己的路，让别人说去吧”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

下一节我们将讨论一个更深入的问题：收购一定创造价值吗？通过虚拟的实例和一些简化的数学模型，我们将进一步阐述本章中涉及的一些基本概念。

3．收购一定创造价值吗？

前面我们讨论了产业资本和VC/PE的不同以及协同效应的巨大威力，但还是有一些事情没交代清楚。那么现在我们回归一个非常基本的问题：企业是怎么创造价值的？

企业是通过投资来创造未来的现金流，从而产生价值的，当然投资的回报率一定要大于资本成本。企业收入增长得越快，在高回报率的前提下，投入的资本越多，创造的价值就越大。这里我要引入一个类似物理学能量守恒定律的提法，Dr.2将其称为投资中的价值守恒原则，其中心思想就是任何不能增加企业未来现金流的行为都不创造价值。即在一定区间内，价值是守恒的、不变的。当一个企业仅仅试图改变其现金流的所有权，但并不能改变其“可自由支配现金流”的总量时，即可参照上述定律。比如说，用债权换股权或者是发行债券回购股权。看起来现金流的外观变了，但并没有真正的改变其“主营业务现金流”。通俗的比喻就是：这些行为只是换了个马甲，或者把长馒头搓成圆的，但都不会改变企业的内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

举个例子，我的朋友小Y在美国开了一个小超市，假设这个超市价值10万美元，公司没有任何杠杆，每年产生1万美元净现金流。现在假设超市从银行贷款2万美元，价值守恒原则告诉我们这个超市还是值10万美元，分别是12万美元的总资产和2万美元的债务，因为小店产生的净现金流还是1万美元，除非企业产生的现金流发生了变化（当然如果他能贷出来100万美元，那么情况就变了，我指的仅仅是变化还是在限定的区间内）。不过有趣的是，在美国，借贷真的可以改变现金流，因为支付的利息是可以扣税的。公司的税减少了，那么可用的现金流就增多了。另外，债务还有激励作用，我们可以认为小Y会更努力地工作，因为她需要用现金去及时还债，这样也会增加公司的现金流。不管怎样，我说的要点是公司的价值不会因债权或股权结构的变化而改变，但可以因为这些变化而导致的现金流的变化（减税或努力）而改变。

价值守恒原则同样可以应用在企业的收购行为上。企业收购怎么创造价值呢？我们认为只有在两家公司合并的现金流增加或未来一定增加的前提下，才是真正创造了价值。这些现金流的增加主要来自协同效果（Synergy），比如说成本降低，收入增长加快，或者更加有效的管理等等。

比如第一季中，“二百六” 公司花2亿元人民币收购了“二百七”公司 后，第二年，“二百六”公司发现这个收购实际上给合并后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的公司每年节省了超过1 000万元的成本，由此增加了20%的营运利润。这样，并购后的成本节省为企业增加了价值。而“二百六”公司投资控股了“21点”公司 后，新产品的研发十分顺利，“ 21点”公司也完全利用了“二百六”公司在行业内的品牌和渠道优势，新产品一上市就大卖，销售额比收购前的预计增加了100%。同样，它在并购后收入大增，增加了现金流，为并购企业创造了价值。

以上两个例子都体现出了企业业绩的根本改善，而并非仅仅是边际利益的增加。所以，这两个并购是创造价值的。但有些并购是否创造价值是具有争议性的，我举一个传统产业的例子来试图探讨这个问题。

某高大上的M同学经营着一家叫“斗地主”的重型工业公司。这家公司的经营模式主要是现场供气，这种模式十分简单，也就是在需要气体的客户现场安装供气装置，然后按照用气的流量和单价来计算营业收入。这种供气方式设备投资较大，一般来说一套装置的合同年限为15年。供气装置为按照客户目前最大需求量特殊定制，如果未来客户需求量增加，供气装置需要另外投资。“斗地主”目前估值1亿元人民币。由于公司的业务主要集中在南方，2014年开始，M同学计划开发北方市场。但现场供气市场虽然回报尚可，可是业务开发费时费力，从以往的经验来看，一年如果有3~5个项目做成已经十分可观。为了更快地进入北方市场，不缺资本的M同学 希望通过并购的方式来进入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经过数月的目标筛选，M同学看中了公司“两王四个二”。不仅仅是该公司的客户没有和“斗地主”重叠，更重要的是两者的业务模式几乎一模一样。“两王四个二”公司在北方市场已经发展了10年，目前其估值为2亿元人民币。

如果“斗地主”并购了“两王四个二”公司，那么合并报表后的公司价值是多少呢？能否真的打出一手大杀“农民”的好牌呢？根据现场供气的业务模式来看，由于每一个项目都是独立运营与核算的，而且工期、风险和成本各不相同，同时因为有销售半径和地域性限制，营销人员、技术人员和施工人员很难通过整合来降低成本，因此两者合并的话，两个公司的现金流并不会增加。这两家公司还是各自独立，和从前没什么不同，还是拥有同样的期望现金流。合并后公司的价值为3亿元人民币，其中“斗地主”还是值1亿元，“两王四个二”值2亿元。从价值守恒的原则来看，这样的并购并没有创造价值。

不过一些“聪明人”则看到了额外的价值。比如说，“斗地主公司”预期2015年的净利润为1 000万元，那么它的市盈率为10倍；“两王四个二” 公司的预期净利润为2 500万元，它的市盈率为8倍。那么，合并后总公司的市盈率是多少呢？最直接的计算就是: 两公司的总价值是3亿元，其净利润总额为3 500万元，那么市盈率就应该是8.6倍，处于两者的市盈率之间。好了，事情到这里就有可能走样了，这些“聪明人”认为如果一个公司买下了另一个公司，市场一定会将更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高的市盈率倍数应用在这个公司上，就高不就低。换句话说，一旦“斗地主”公司买下了“两王四个二“公司，后者的价值就会被人为地拉高到2.5亿元，因为这些“聪明人”认为市场的反应是迟钝的。不会察觉到两个公司的区别。这样一来，总公司的价值将是3.5亿元，莫名其妙地凭空增值了5 000万元。

假如以上的例子能够成立的话，那么所有的收购都将创造价值，不管谁是买方谁是是卖方，低市盈率的公司总能找到高市盈率的靠山将估值拉上去。那么靠收购就可以创造企业价值了，但是Dr.2认为以上的“聪明”从长期来看都是小聪明，上面的论调是谬论，因为任何没有协同效应的收购并不能创造价值，但是大批二级市场的参与者和分析师可不这么想，只要听见收购就像鲨鱼闻到血腥味一样蜂拥而至，不管三七二十一就开始爆炒，还会追高，并且股民自己还会创造各种故事和题材，伤痕累累但乐此不疲。不过往往随着时间的推移，总会尘归尘、土归土，而可以高位套现或者增发获益的可能仅仅是大股东或者少数机构。其实每一个真正的企业家都明白这个道理，很简单：如果你不知道从哪里去增加现金流，那么市场是不会被蒙蔽太久的，因为“出来混，迟早是要还的”。

4．周期性行业的估值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

投资机构在对企业进行估值时，通常都是假设：企业在未来的时间内（至少投资期内），是呈永续增长趋势的。但是有很多行业其实并不会一直向上增长，这就是周期性的行业。从定义上来看，周期性行业是指和国内或国际经济波动相关性较强的行业，一般意义上的周期性行业是指资源类、大宗工业原材料等，其中典型的有原材料（如钢铁，煤炭等）、工程机械、水泥、船舶、汽车、房地产、有色金属、石油化工、农业以及畜牧业。所以这一节，我们就来谈谈如何对处于周期性行业的企业进行估值。一发炮弹射出后会出现一个抛物线，我们可以将其类比为一家企业的发展趋势曲线。但是如果被抛出的不是一发炮弹，而是一个弹力球呢？设想一下球在掉落后又向上弹起，然后又掉落弹起，周而复始，投资机构怎么在其所对应的时间点来确定这个企业的估值和未来发展呢？

某年某月，在某大城市的河道中陆续被捞出几千头的死猪，真的是仅仅因为“猪蓝耳病”才导致这种现象出现的吗？其中还有一个原因，就是由于上一年的行情较好，一些局部的养猪场开始扩大饲养规模，谁知到了出栏的时候不仅猪价狂跌，而且猪卖不掉，没有足够的买盘。但是如果折价出售猪肉，会导致局部市场供给更加过剩，而未来购买猪肉的量和价格都会大幅下降，养猪场就无法维持下去。可是不卖的话，每一天都在消耗成本，而且就算熬过一段时间，情况也不会有太大好转。卖不掉，不能降价，又不能养，那怎么办呢？会送给穷人吃吗？可市场是非常残酷的，我们知道在经济危机的时候，资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

家们宁愿把牛奶倒进海里，也不会便宜卖给劳动者或者送给穷人，因为这样未来潜在的购买力就下降了，价格更难恢复。所以倒掉牛奶和抛猪于江一样，变成了看似荒谬却是理性的策略。这和钢铁业的限产保价是没有本质区别的。

而另一方面，当企业所在的行业出现周期性成长时，可能会以飞快的速度发展至高峰。2000年左右，互联网出现泡沫，在欧美及亚洲多个国家的股票市场中，与科技及新兴的互联网相关的企业股价高速上升，只要域名带有.com的网站，就敢在原价上加个0再出售，无数的投资者将大量财富投入到价值被高估的所谓高科技公司中，但这些投机性机构却赚不到一点利润，白白浪费了大量的真金白银。行业一旦出现崩溃，就会出现快速的负增长，直至跌落谷底！网络经济泡沫的崩溃在2000年3月到2002年10月间抹去了技术公司约5万亿美元的市值。多间技术公司因扩张计划而做成大额的负债，需把其资产变卖甚至宣布清盘，而行业又出现了大量“产能过剩”。所以，对于处于周期性行业的企业来说，如何对其估值是个非常大的难题。当然，行业出现周期性对于企业的影响并不绝对，有好有坏，如果一个企业能够很好地进行成本控制，并积极应对产能的变化还能结合行业周期顺势进行策略应对，穿越周期后，这个企业将会获得更大的成长和竞争优势。就像久邦数码创始人的分享：“晴天是好天气，雨天就不是吗？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

关于具体的估值方法，Dr.2抛出了一个非常有争议的砖头，仅供大家参考。

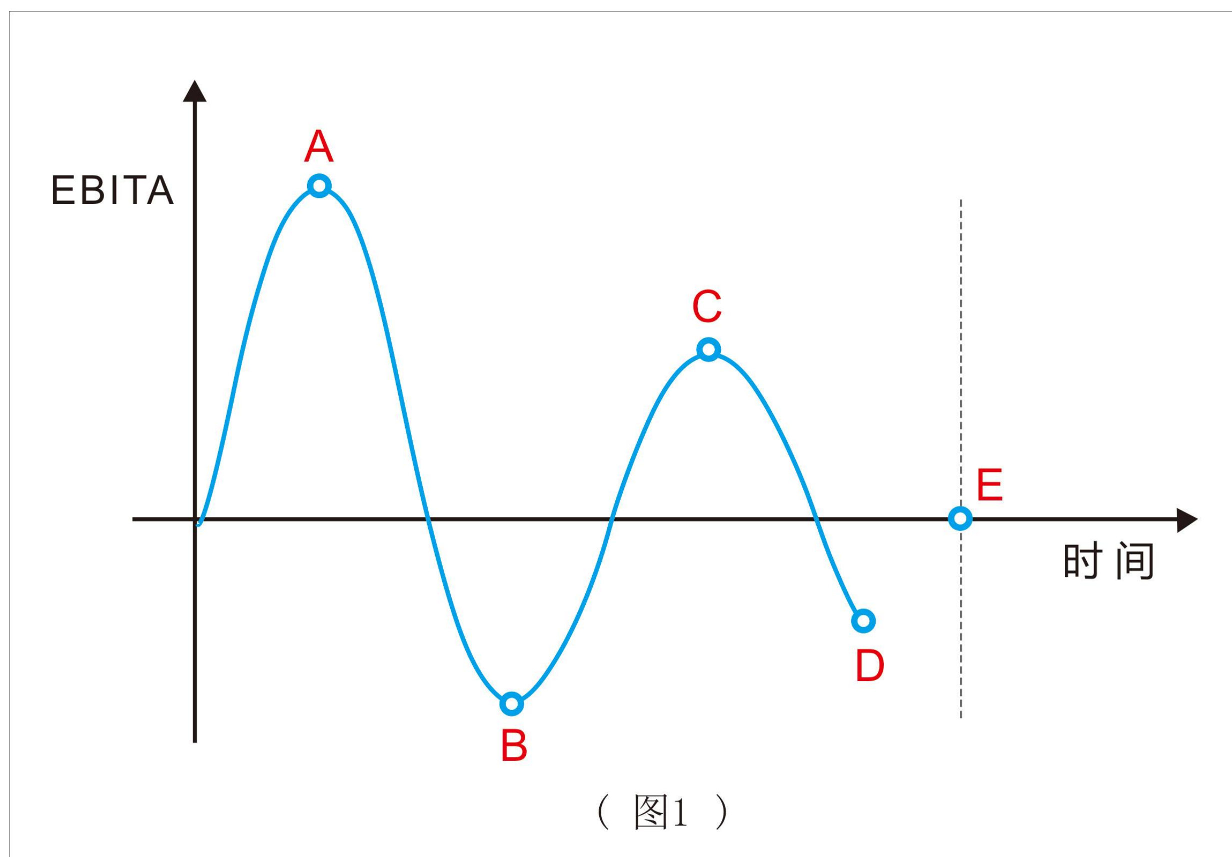
首先，在进行具体的计算之前，要参考企业的行业地位和未来的变化可能性。这里的行业地位并不是说企业越大越好，大型企业整体资产太重，一旦出现巨大的行业周期变动，往往机动性比较差。这里最好的例子就是光伏产业。规模的扩张可降低成本，所以英利、尚德、赛维这些前几大企业前几年一直拼命扩产，最后导致产能释放，市场过剩太多，一遇欧盟和美国的双反，部分企业就几乎遭受了灭顶之灾。而投资大师巴菲特通常只将目光聚焦在10年以上的企业身上，并且只根据公开信息进行连续性分析，随后进行实地调研。他对穿越周期这一概念构建了集大成的理论体系，从而形成了独特而稳健的投资哲学。因为往往生在一个周期性行业，成功与失败都是机遇，就像你恰好碰见大鱼跳上了岸，人们却说你是最好的渔民，还要给你最大的渔网出海捕鱼，其实你只是恰好遇上了。

具体估值操作的时候有两点要确定：

（1）企业至少穿越过一个周期，比如5~10年，这样在有好有坏、有利润有亏损的多年经营中，利用企业的历史财务季度数据或年报数据，可以算出一个加权平均EBITA（息税及摊销前利润，这样我们就不用考虑税盾的干扰了），再乘以该行业大致的总平均倍数，这样得出的一个数值暂时可以先作为企业估值的参考中枢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（2）考虑目前全行业处于行业周期上的哪个点，是上行、高峰、下行还是低谷，并结合上文计算得出的企业估值中枢来进行修正，得出一个大概的估值。当然，这也绝不是说在行业低谷的时候，企业就一钱不值（破产除外），在景气高峰的时候，企业就能值天价。我大致简化了一个周期性行业企业近年来的EBITA情况（如图3-1所示）。



（ 图1 ）

第一年A=2 000万元

第二年B=—500万元

第三年C=500万元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四年D=—300万元

如图1所示，可见企业似乎经历了两轮行业周期，现在我们处于时间点E，希望对企业未来的发展进行预估，我们就可以通过对A,B,C,D进行加权平均，算出平均EBITA约为500万元，该行业的整体估值倍数大约为8倍的EBITA，估值中枢大致为4 000万元，根据行业目前的发展趋势，参考历史数据，E大致位于企业的估值中枢。

而事实上股票市场从来都是非理性的，钢铁业在景气高峰来临的时候居然能炒到30倍PE，而且是在那一年利润也同步释放到高峰的时候，价格真是“惨不忍睹”，哪还有的看啊？居然还有分析师在那里推波助澜，胡说八道。当你比较长期地关注某些机构的行业研究报告时，你会发现其中拥有太多太多愚蠢和自相矛盾的地方。比如你翻开前些年各大券商对白酒行业的研报，你会发现，满篇都是增长、增长再增长。翻开前几年的网游研报，都是今年爆发增长，明年增长爆发，后年规模巨大、前景无限。而实际上呢，随着页游、手游和游戏机的不断加入，网游早已停止了高增长，这用波特“五力模型”里面竞争性替代产品的出现可以很容易地进行解释。当然还有很多分析师是因为有利益相关，所以有意为之而无法客观。要经得起历史的检验是我们无论经商还是做学术都必须坚守的底线。

当然这种方法的缺点是显而易见的，正如世上没有两片相同的叶子一样，不管是周期性行业还是非周期性行业，市场都是不可预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的，比如周期有多长，景气高峰低估的绝对值有多大等。索罗斯提出的关于市场的无效性和“反射理论”的投资哲学发人深思，非常值得一读。下一节我将介绍一种集大成的加权概率情景分析法，这不是一种估值方法，而是一种做事和决策的理念。

5. 加权概率情景分析法

上一节我们尝试做一个周期性行业的估值方法，因为我们知道，这个世界可以永续保持大幅度增长的行业是极为罕见的，周期性行业可见于日常生活和工作生产的各个领域。而周期性行业利润的波动使对周期性企业的估值增添了复杂的成分。比如说，我们对周期性企业的历史数据必须分析， 目前的利润下跌不代表长期的不景气，而只是可能正好进入了另一个周期。

如果我们用贴现现金流法来给周期性企业估值，假设我们对整个周期的现金流有极好的预见性，也就是我们常说的“先见之明”。那么贴现现金流价值的波动性是否和企业现金流的波动吻合呢？答案是“NO”。你会发现贴现现金流价值的演变要比企业现金流的波动平缓得多。这是因为贴现现金流将未来年份的现金流缩减到只有一个价值，这样一来，任何一年的现金流波动都变得不重要了。对于周期性企业来说，现金流高的年和现金流低的年相互一抵消，我们只能看企业表现的长期趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对周期的预测十分困难，更何况找到拐点。市场价格不能正确反映周期企业的波动性也不足为奇。那么市场应该怎样给周期性企业估值呢？它应该完全预测到完美的周期吗？你觉得可能吗？记住，周期企业不是这么玩的，在任何时间节点，一个企业或一个行业都可能突破自身的周期曲线，移到另外一种完全不一样的曲线。这恰恰体现了周期企业的不确定性。这样的企业你应该怎么估值呢？

假设你正在给一个看起来在周期峰顶的企业估值，根据你的经验，参照过往数据，你认为行业已经在其收益高位，应该马上就要下滑。然而，正在这个关头，又有许多因素显示这行业将突破老的周期曲线，如图3-2所示，你根本无法完全洞察市场周期的变化，这时你该怎么估值？

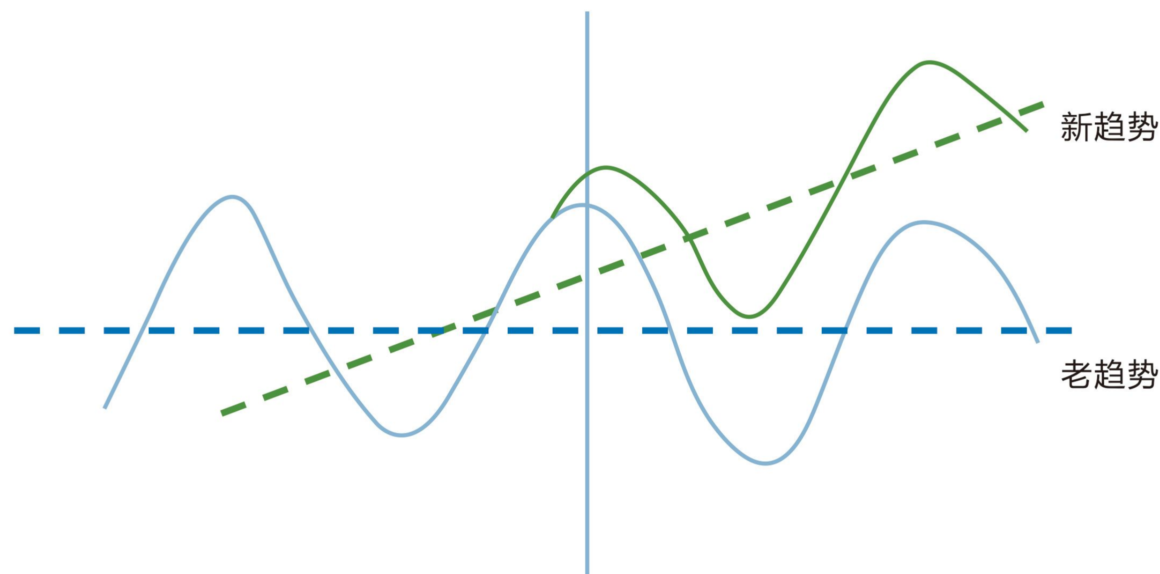


图3-2　周期曲线的突变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们向各位介绍一种情景分析法来估值。情景分析法又称加权概率情景分析法。这是一个在公司管理上经常用到的一种通过考虑各种可能发生的结果，分析未来的可能发生事件的过程(如图3-2所示)。情景分析法可以帮助决策者做出更明智的选择。在搜救MH370失联航班的过程中，就用到了概率情景分析。当然最后结果是不能加权的，不过即使理性的概率告诉我们，他们很可能永远离我们而去了，但是爱会让我们永远不放弃，也许奇迹就会出现，也许他们会像《少年派的奇幻漂流》里面的主人公一样，若干天后在非洲或者澳大利亚的海滩边获救，只是那里没有信号，不能报平安。

我们认为这种方法应在估值上也挺适用。我们可以建立两个不同的情景来权重评估企业的价值。假设行业周期还是根据老趋势，也就是说行业马上就要出现下滑的概率为50%；第二个情景就是行业会突破现有的周期，根据现有的表现形成一个新趋势的概率为50%。那么这个企业的价值就是这两个情景价值的加权平均值。

情景分析法的假设基础是没有什么高人可以准确预测企业的收益周期，而且任何单一的预测都是错误的。多情景加权概率分析有效避免了单一分析的局限性。

以下，我们列举一下用两个情景（当然可以是多个情景）来给周期性企业估值的步骤，假设我们还是采用贴现现金流的方法来估值:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1.给基础情景（Base case）估值:这需要行业周期的历史数据。需要看企业长期的趋势，包括但不限于营业利润、现金流、投资回报率，因为这些因素决定价值。另外，值得提醒的是终值的选择。终值不能选在周期的峰段，也不能选在谷段，应该选在表现企业长期现金流趋势的某个点上。

2.给新情景估值：新情景当然是根据企业的新情况而建立的。同样我们需要看新情景的长期趋势。

3.对情景（两个或多个）加以市场分析，包括但不限于市场需求及增长、竞争状况、行业发展趋势等会对市场供求造成影响的因素。

4.给情景们分配不同的概率（%），然后计算它们的加权平均价值。用市场分析的结论给情景分配权重。

话说到这里，故事还没有完。我们在估值系列第一章提到5种最基本的给企业估值的方法。根据情景分析法的假设，我们给企业估值用任何单一种方法估值法都是不够完善的。 本文的第一个例子用了EBITA的倍数加权平均给周期性企业估值。我们不妨用另外一种估值方法（比如说净现值法）来给同一家企业估值。然后我们需要为这两种估值方法设定权重， 将两者的估值结果分别乘以各自的权重，然后求和相加得出加权平均企业价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

情景分析法不仅可以用在周期性企业的估值，还可以用在高增长行业的估值以及初创行业的估值。因为这些行业的共同特点就是对未来有太多不确定性，有太多路可以走。所以熟知一些基本理论和数学模型，对我们科学决策是有很大帮助的。《孙子兵法》有云：“夫未战而庙算胜者得算多也，庙算不胜者得算少也，多算胜少算不胜，况于无算乎。”但是人生的魅力就在于复杂多样，一切皆有可能，还有另外一面我们也不得不考虑，看了这么多方法从不同角度的估值可能会互相矛盾。而对不可预测的市场妄图用数学模型去估值，这件事本身可能就是有系统性错误的。因此面对未知的市场，我们只能怀着敬畏之心前去探索，永无止境！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第四章

庄子曰："吾生有崖，而知无崖，以有崖求无崖，殆哉矣。"粗浅地理解原文的意思是，人生短暂，不要没完没了地追求无限的知识（还有好多重要或者好玩的事情要去做），对吗？ Dr.2越写越有敬畏之心，越学习越发现自己的渺小、无知，而单纯地以财务和现金流来对公司估值也有非常大的局限性。本章我们将讨论一些非常深入的问题，根本没有标准答案，只是希望小伙伴们可以一起思考，因为这才是真正有意义的事情。

1. 市值管理法的理论

首先我们来试图介绍一下市值管理法的理论。企业价值、市值以及估值这三个词是经常被投资者们挂在嘴边的，我们先来解释一下其具体的概念。

1. 企业价值是企业遵循价值规律，通过以价值为核心的管理，使所有与企业利益相关者（包括股东、债权人、管理者、普通员工、政府等）均能获得满意回报的能力。 显然，企业的价值越高，企业给予其利益相关者回报的能力就越高。而这个价值是可以通过其经济定义加以计量的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 企业的市值是指一家上市公司的发行股份按市场价格计算出来的股票总价值 。其计算方法为每股股票的市场价格乘以发行总股数。

3. 企业估值是指着眼于企业本身，对企业的综合价值进行评估 。企业估值是投融资、交易的前提。一家投资机构将一笔资金注入企业，应该占有的权益首先取决于企业的内在价值。

它们之间的关系是：

公司市值＝公司价值－债务－优先股股东权益＋现金及等价物+各种不确定因素

估值就是进行前瞻性预测，更多要考虑的是未来的变化，可以长期或永续经营的企业才有估值和贴现的基础。

市值管理法是建立在价值管理基础上的，其内涵是管理者怎样将创造价值的原则应用在实际的管理决策中 。它包含但不限于业务组合的设计策略，怎样做绩效管理，怎样从兼并、收购甚至业务剥离中创造价值，怎样搭建一个合理的资本结构以及企业应该怎样提升和市场的沟通能力等等一系列的价值创造和维护行为。

随着企业的不断发展，你可能会发现在企业的生命周期里，企业管理者随着业务环境的变化也在不断更换。通常，企业的创始人是企业的第一个最佳管理者。创始人的企业家精神、对事业的激情、亲历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亲为的作风和行动力对一个初创企业来说价值巨大。但随着企业的不断发展，将会出售一定比例的股权给风投或产业资本。这时，企业变得更大，风险变得更高，所需要的管理技巧和经验会更多，因此为了创造最大的企业价值重新安排一个管理人来取代创始人的例子数不胜数。企业上市后作为一个公众公司，管理权就交给了董事会。随着行业的发展、竞争的激烈，公司可能会发现自己都已经不是这家企业的最佳管理者了。为了解决这个瓶颈，公司可能会将自己卖给更大更好的公司，成为它们业务组合中的个体。相反地，这家更大企业的管理者未来可能会基于各种考虑而转变经营方向。这时，它 们可能会将该业务个体独立或进行重组，给它一个精简的成本结构。未来将其出售给需要它的新管理者，从而来创造新的价值。

所以业务组合设计作为市值管理法的核心对于企业来说有如下三个重要的含义。

第一，业务剥离重组并不丢人，它和并购一样都能为企业创造价值。

第二，业务组合的增加和减少是个不间断的过程，在企业的生命周期里，它会经历不同的最佳管理者。每一个管理者都会采取不同的行动来为这个企业创造价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第三，业务组合的多元化并不是简单的好和坏，而是不断动态变化的，要与时俱进。

讲到市值管理法，我们不得不提到绩效管理。一个企业创造的所有价值是由各种各样、大大小小的决定累加起来的。企业需要一个系统来保证这些和创造价值相关的决定与企业的短期和长期目标一致。绩效管理的范畴绝对不是一个短期行为，它涵盖了企业的长期策略、短期预算、技术储备、人才培养、绩效报告以及薪酬福利框架等等各种因素。一个成功的价值创造过程需要企业将绩效管理的各个部分和企业的长期策略协同 。这样才能鼓励管理者做出使企业价值最大化的决策。比如说，如果一个业务的发展对企业的长期策略至关重要。那么我们应该制定足够的预算来保证业务的顺利发展。绩效考核的重心应该放在核心或关键业务的发展上，而不是短期的利润。但Dr.2 认为，短期绩效管理与企业的长期策略会产生系统性摩擦，所以绩效管理实际操作起来并没有那么容易。如果企业建立了市值管理的理念，分清企业短期和长期的价值驱动，设置合理的中长期目标，行使基于事实的绩效考核就很有可能会是其中之一的解决方案。比如现在上市公司流行的管理层激励，可以某一个价格授予这些核心骨干股票期权，但是有一个锁定期，可以远期行权（比如数年后），通常这个价格会大幅高于当前的股票价格，那么为了远期获得行权收益，管理层就有相当的利益驱动去提升整个公司的绩效，因为只有公司的业务上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

升，成本下降，市场地位提高，在一个比较长的时间内才会大概率地表现为股票价格上升，总市值增大。

并购是一个企业创造价值的重要途径，其本身就是社会资源的一次整合。关于收购如何创造价值和其潜在的陷阱，Dr.2在第三章中已经进行了部分阐述。和并购一样，剥离同样创造价值。大样本统计数据告诉我们，如果一个企业同时利用并购和剥离的策略来维护合理的业务组合，其会比没有剥离策略的企业表现得更出色。而业务剥离并不只是将表现不好的业务个体剥离开来。它还包括将业绩不错，但更适合别人的业务剥离。当该业务在别人的管理下比在你的管理下运行更好，那么这个行为本身就能创造更大的价值（详见本季后文论述的控制权溢价）。另一方面，从被收购方的角度来看，当别人愿意付的价钱远超你对这个业务的估值时，比如网龙分拆91助手然后被百度收购，剥离就已经创造了价值。但对很多企业管理者来说，剥离，尤其是剥离业绩不错的业务个体似乎是一个很丢面子的事。这主要是因为从表现上来看，剥离使企业规模变小了，这似乎会被外人质疑企业家的管理能力，而部分人从内心来说会有一定的挫败感。学会放下，是企业家成长的必修课。

通常来说，管理者要回答这一系列问题：企业的债务和股权怎样组合才最合理，并且还需要能够解决企业的融资，业务的灵活性以及稳定性等问题？企业需要多少资金才能支撑其关键业务，一方面当机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

会来临时可以去进行投资，另一方面又要抵抗由于行业周期或经济不景气带来的业务下滑的可能性？企业需要怎样调整资本结构才能满足企业的长期目标，建立反脆弱体系并有足够的业务弹性和安全边？通常一个管理不善的资本结构可能会引致财务窘迫，但是资本结构并不是市值管理法的核心。对于一个有着合理杠杆水平的企业来说，与其在现有的资本结构上锦上添花，还不如花精力在确保足够的财务灵活性后再来支撑核心业务，同时减少风险。

最后，我们要说说市场沟通的重要性。许多管理者认为和投资者沟通或宣传是为了提升股价。但是市场沟通的真正目标是使其股价和市值合理反映企业的内在价值。如果一个企业的市值远大于其内在价值的话，那么从长远看，市场最终一定会了解企业的真实价值，股价还是会跌下来。当股票大幅下跌后，企业商誉会受影响，员工斗志会受打击，核心骨干会因为无法行权而蒙受损失，管理层会受到董事会的质疑，而损失最大的将是全体股东，特别是付出了高价的二级市场小股东。而股价太高也会使管理者为了维持高股价而不断采取一些短期行为。比如说，管理者会延迟投资，即使好的机会就在眼前，他们也会减少技术投入以增加利润，短期迎合市场，而这最终会损害企业的长期价值创造。同样，股价太低也是有问题的，比如说会有被恶意收购的风险，用换股或增发来收购其他企业，如果股价太低会严重损害之前股东的利益，你们说是吧？在下一节中我们就将会来探讨一下市值管理法的实战应用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 市值管理法的实战

上一节我们粗浅介绍了市值管理法的理论和基本概念，该方法通常是以公开上市的公司为操作标的物进行实战操作的，但抛开上市带来的商誉、无形资产溢价和流动性溢价以外，企业的价值与是否上市关系不大，主要还是看它的市场占有率、创新能力和现金流。其实非上市公司一样有市值，尤其是在它们规模变大了以后，两者区别就在于非上市公司流动性没有上市公司好，市场参与交易的主体少，不容易寻找到合适的对手盘，交易成本高。中国最大的一些私营企业好多都是非上市公司，如华为、万达、大阿里和娃哈哈等等，欧美也有很多巨型的非上市私营企业。

在并购或重组的时候，无论是上市公司或者非上市企业，投资机构都在其中扮演了非常重要的角色，而估值也是交易达成的基石。而什么是资本运作呢？一个故事就可以回答。现在有一批水果运来，但是其表面有一些坏的部分，你会怎么办？打折处理吗？但是有人就会把烂的部分削掉，然后把优质的部分精心做成果盘去市场上卖高价，这人的名字就叫——投资家。

不过投资机构都会倾向于投资上市企业或拟上市企业。因为上市的一大好处是业务公开，财务数据较透明，可以获得流动性溢价，以低交易成本获得高收益回报同时兼具灵活性。所谓市值管理是指：公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

司建立一种长效组织机制，效力于追求公司市值最大化，并通过与资本市场保持准确、及时的信息交互传导，维持各关联方之间关系的相对动态平衡，从而为各相关主体及股东创造更大价值。市值管理虽然是建立在价值管理基础上的，但其不仅要致力于企业内在价值的创造，还要进行外在价值的实现。用通俗的话来说，市值管理法最多见的实战案例就是通过上市之后利用竞争、收购和重组等，不断将企业的市值做大，进行产业整合。

“德隆系”曾经就是市值管理法的典范，不论成败，他们做产业的态度和企业家精神是特别值得学习的，择其善者而从之，其不善者而改之。新疆德隆集团从投资400元冲洗胶卷的彩扩社起家，到涉足大半个中国的庞大产业、金融“帝国”。1997年至2002年间，德隆进行了一些堪称“大手笔”的产业整合战，其中包括入主新疆屯河、沈阳合金和湘火炬等，通过业绩改善和二级市场炒作，其股价分别上涨了1 100%、1 500%、1 100%。随后，德隆又利用这些已上市公司的平台进行产业整合，通过抵押、换股、定向增发、现金或融资收购，将行业内的其他公司装入上市公司，将企业总市值不断做大，然后以此为基础再去收购其他企业，不断进行整合，将公司做成产业龙头，确立了市场地位。虽然德隆最后的发展有些戏剧性，但是这并不能掩盖其曾经创造的辉煌。

对公司进行市值管理的好处有以下几点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 可以随时进行股权抵押、融资，在不断做大后可以再抵押，再融资，企业资金具有流动性、灵活性，资金可以进行循环使用 。资金的使用效率上升，如果钱放在金库里，那么它就永远只是那么多钱，而且并不能创造价值。但是如果企业规模特别大的时候，还是需要保持合适的杠杆率、安全边际和进行风控，就像打仗永远都要有一支预备队一样，以德隆溃败的历史为鉴，企业资金不能过度透支。

2. 充分利用资本运作手段，通过有效的并购或参股来进行扩张，学习德隆做产业的思路 。我们在第三章第一节中提到： VC/PE对于趋势性沉船企业一般不会进行投资，但是产业资本或企业却可以。只有将自己的企业做成产业，才能通过不断的并购、参股和重组来进行协同，不断将企业做大。

3. 通过有效的市场营销，不断传播公司价值，树立行业地位 。市值管理离不开资本市场的关系营销。为什么要做全产业链整合？为什么要发展新媒体？为什么要内生性增长与外延式布局并重？酒香也怕巷子深，你想要有大发展，首先得需要别人知道你吧，那么做大市值本身就是一种强有力的营销战略。

对上市企业进行市值管理的方式有很多种，如何对企业进行价值创造、价值实现也是一项非常艰巨的工作。产业因素、先天基因和竞争博弈抑制了公司无限生长的能力，即使是在具有吸引力的行业中处于绝对优势和领先地位的公司也面临这一挑战。此外，公司内部的管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

理体系、结构框架、员工素质和团队精神等因素都会影响企业创造价值的进程。

在第二章中，我们提到了行业估值法的概念，利用整个行业来对企业的未来估值进行预测。但在使用行业估值法时，有两个重要前提在之前的文章中没有明确说明。第一，企业所处行业必须是爆发式增长的行业，如果行业发展已经有下降趋势或者在可预测期限内无法高速增长，那就不在选择范围内。第二，行业不能太大，如果是一个无限增长行业同时盘子非常大，未来不可预估的东西太多，行业估值法也是不适用的。但是市值管理法不同，我们还是可以对处于超级大行业或趋势性下降的行业中的企业运用这种思维和方法，因为往往行业景气度下降的时候才是并购与重组的好时机。

我们在“收购一定创造价值吗”的文章里，举了一个工业气体公司的虚拟例子，认为“斗地主”公司单纯合并收购“两王四个二” 公司的时候，因为没有产生协同效应和新增现金流，所以并不创造价值。其实这是不够全面的，因为这只是仅仅从一段时间内的财务分析和收购一家公司来做出的推断。实际上“斗地主”公司的领导者是有非常大的野心和冒险精神的，通过收购兼并后可以快速扩大规模和积累经验，经过一段时间的整合过程后，可以用新公司去收购更大标的，树立行业地位。所以非上市公司一样可以采用市值管理法的精髓来进行投资决策，并无本质的不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

最后Dr.2要强调一个“生态”的概念，就是在同一行业内，要保持市场的合理竞争。企业不能无限做大，尤其在一个盘子巨大的行业内，垄断往往还意味着高风险，因为市场是动态平衡的。例如，为什么是腾讯入局京东而不是阿里巴巴呢？如果阿里巴巴与京东成为了一家，那么在电商行业内就事实上形成了绝对垄断的，这种庞然大物会为了自身的利益去阻碍整个生态的发展，会变得特别重，随后会不断地被入侵者挑战。因为人类社会和自然界一样，有一种自我修复和平衡的能力。合理竞争能够加快企业和整个行业的发展，也鼓励了创新和技术的进步。就像如果没有了那只虎，少年派应该已经悲催地消失，根本无法完成奇幻漂流的壮举并成长为一个真正的男人。你的朋友往往只能帮助你一时，而你的对手才会让你脱胎换骨。

3．企业家精神

决定一个企业价值的影响因素有很多，财务能力只是其中之一。还是回到我们曾经举的一个例子，“斗地主”公司收购“两王四个二” 公司。从表面上看，这似乎只是一种单纯的收购行为，从财务上看并没有创造什么额外价值，但是如果我们从组织管理能力、融合品牌能力和企业家精神等方面来说，这起收购可能是有非常大的价值和长远的影响的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

收购这件事本身是很困难的，对企业家来说是非常大的一次人生考验。对企业的收购并不像影视剧上演的那么简单和光鲜，其中有非常复杂的博弈、估算和对远期前景的判断。如果能将“收购”这件事做成，那对企业综合发展的价值是非常巨大的，而且这也是对企业家能力和企业家精神的一次很大的挑战。

实际上无论是投资还是创业，我们都要着眼于构建长期可持续发展的竞争壁垒，或者巴菲特所说的护城河。收购案本身会消耗非常多的有形资源和无形资产，会让所有人都能看到你的胸襟气度、企业家精神、实际的办事能力、融资能力、公关能力和综合实力，可以为未来企业更大的发展打下非常坚实的基础 。在收购中，企业家需要融合不同的人事、业务和渠道、管理架构和财务，并且还会涉及后端的IT投入、风险控制和危机处理能力。事实上，在短时间内，能够将收购做到1+1=2就已经非常成功了，因为很多的收购只能做到1+1<2甚至1+1<1，不恰当的收购甚至会将自己拖垮，这种例子比比皆是。而企业家精神就是能看到一般人看不到的东西，敢于冒险，做事有担当。同时企业家精神也会影响整个公司，有了成功的收购经验之后，对未来去收购具有协同效应的公司，未来产业整合与重组，未来去融资等等都有巨大的帮助，所以收购这件事本身也是在积累资源。

从另一角度来说，由于企业的规模变大了，可以在各地布局，我们就能在更大范围内看到企业的LOGO和其他带来品牌辨识度的标识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

让企业的名字自然而然地出现在很多地方就已经是极大的无形资产和商誉价值了。同时我们在前文的“全或无”估值中讲到，企业必须要跨越一个规模和生死线，太小的企业本身就是一种巨大的风险，商界也如逆水行舟，不进则退。一个企业在同行中受到的关注和在行业内的影响力是非常重要的，其作用也是潜移默化的，并且很难用财务指标去定量。

同时配合市值管理法，当成功收购企业后，新企业市值变大，在未来可以凭此基础，再去收购具有同等量，或更大身躯的竞争对手和伙伴。这种远期的可持续投资能力，实际上可以用期权估值法来评估，等于企业有了可以去选择潜在收购对象的能力。而且企业已经有了这种收购经验和整合能力，经过了实践的检验，未来投资机构和银行就会去支持它。比如说巴菲特，只要他想收购某个公司需要财务杠杆的话，那就会有几百亿美元排队等候。这种潜在的能力对企业估值的影响也非常大。所以单纯从财务现金角度来评估一个企业的价值是非常片面的，还必须从包括企业内部管理、人才储备、创新能力、企业文化、企业家精神、流程和体系的运转、融合能力、公关和实战能力，甚至包括机会成本和运气等方面来进行综合评估。就像Facebook收购Instagram，收购WhatsApp一样，在这个过程中，Facebook的市值不断增加，然后收购更大的标的；收购后市值变大，然后再去收购更大的。即使从短中期来看，财务数字一塌糊涂，但是从长期来看，企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

业的定价权、议价能力和影响力都会不断上升，还能获得巨大的免费广告价值和商誉 。

让我们继续讲故事，“斗地主”公司在收购“两王四个二” 公司之后，开始尝试进行产业链整合，因为“斗地主”公司虽然是从行业外进入的初入者，但是其领导者有非常大的决心和很强的融资能力，因为之前他在其它行业操作过类似的案例，有过成功的经验。实际上“斗地主”公司在看上“两王四个二” 公司 之前，真正看重的是行业内的另一家公司“大地主”公司，虽然运营效率一般，但“大地主”公司的规模是“两王四个二” 公司目前的十几倍。不过饭要一口口吃，事情也要扎实地做。收购“两王四个二” 公司只是一个跳板，可以磨炼队伍，并且开始公司的产业延伸，在规模扩大之后可以逐步缩小与“大地主”公司的差距，为将来潜在的并购打基础。在很多时候，行业外的企业会比行业内企业的魄力还要大。事实上，很多的企业都是从行业外来进行颠覆的。比如说，达能最初是做玻璃的，但是随着它长期策略性地在食品行业布局，现在它在该行业已经有了举足轻重的地位和很强的盈利能力。

燕雀焉知鸿鹄之志，看起来表面上只是收购了一个公司，其实企业家已经胸怀天下，对于整个行业有自己的想法和判断，并坚定地走自己的路。这种企业家精神，是部分只沉迷于投资模型、财务数字和KPI考核的投资机构和投资人无法理解的。不是所有事情都能用钱来衡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

量，这个世界上还有理想和信念的力量，也不是所有企业家都有勇气去做这些结果未知的事情，我们在评价一个人的时候经常说他的情商和智商如何，在这里考验的那可就是“胆商”了。投资根本的逻辑在于成长 ，成长才是我们最关注的东西，才是投资的精髓。而在前几章我们也提到过，成长有内生性成长和外延式成长两大类，收购可能更多关注于后者。为什么一个其貌不扬的小伙子就能获得上亿的估值，为什么仅做一个Demo就能让投资人趋之若鹜，因为人们对于他们有一种成长的预期。部分投资人如果为了短中期财务数据的好看和高绩效，诱导企业家逐渐缺失颠覆行业的勇气，缺乏独立精神，那么他们都会慢慢变成人云亦云的附声虫，也将不会诞生卓越的企业。企业家精神的成长是需要依靠理论和实战、智慧和勇气、灵感和运气 的，而不是从天上掉下来。在现实的世界中，永远只有少数人可以创造这样独特的价值，不管在什么行业都是如此。企业家精神用本山大叔的一句话概括就是：没有困难创造困难，也要上。

随行聚力(Vires Acquirit Eundo)，它是古罗马诗人维吉尔的叙事诗《埃涅阿斯》中的一句，意思是“随着传播而越来越有力（It gathers strength as it goes）”。它的本意是指流言在传播的过程中，其破坏力不断变大。但是在这里，我们要重新理解它的新含义。企业家从一片空白开始到建立这个企业，这个过程本身就一直都在随行聚力，一般我们是先有A，然后以A去获得B，随后用A+B去争取C和D，再用ABCD去争取DEF，做企业就是这样不断资源整合的过程，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

间，企业家精神起着主导的作用。我们也看到这样一种方式，企业在没有A的时候就宣称有A，并由此去争取B，随后进入正反馈循环，比如有去哪儿网创始人公开的报道称，去哪儿进行第一轮融资的时候非常不顺利，有200家机构看过，但是没有人投。领导者在花光了自己的所有积蓄后，决心背水一战，宣称该公司已经收支平衡（就是自称已经有了A），于是在引入战略风投后（就是获得了B），继续大刀阔斧地开拓业务，后来的事情大家都知道了。当然这种“奇兵”是不能作为我们干企业的指导原则的，因为不管怎样，诚信始终是立业之根本，还是要堂堂正正地为人处事，不过我们要学习的是这种破釜沉舟的企业家精神。同时我们不能走向另外一个极端，看见少数的成功案例后，就心态失衡，恶意刷榜，编造数据和市场占有率，纯靠欺骗去获得资源和融资，期望上一个台阶后逆向弥补短板。人生不如意事，十之八九，如果是“阿斗”的话，即使有诸葛亮辅佐也终究还是阿斗，并不会有了钱和资源就会成就大业。

4. 控制权溢价

企业的价值很大程度上是由这个企业的管理水平决定的。经营一个企业，领导者需要不断地做出各种决定，比如说，做什么项目，去哪儿投资，投什么，怎样融资，怎样为股东创造价值等等。当在给一个企业估值的时候， 投资机构一定会问：“是谁在经营这家企业? 他是怎么经营的？”换句话说， 即使这是一家好企业，但是由一个不称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

职的CEO来经营， 其价值也是会大打折扣的。假设这家企业是由一个拥有企业家精神、具有极高管理水平的CEO来经营的话，那么它的估值就要高得多了。我们所说的这两种情景估值之间的差异， 就是控制权溢价。

著名的投资大师达莫达兰教授总结了企业达到更高价值的5条通道：

1. 更有效的经营和管理，使现有资产产生更多现金流；

2. 在市场好的时候，加速投资或投资更好的项目来提高增长率；

3. 增强目前的竞争优势来延长高增长期的时间；

4. 改变融资比例或手段来减少资本成本；

5. 管理好非经营性资产，使其不会贬值。

说起来容易，做起来难。并不是所有的企业都像八爪鱼一样，是可以面面俱到的。我们曾强调，如果收购没有产生协同效果的话是没有价值的。但是一个管理不善的企业如果换个新主，被收购的企业按照更好的经营管理方式去运营的话，这个收购就会产生价值。这里我们推出一个“控制权溢价”的概念。那就是收购方通常甚至愿意支付超过企业目前估值的价格，以收购该企业的控制权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但控制权溢价并不一定都是因为协同效果（比如并购所的产生成本节约或收入增加，由此获得未来现金流的增长），因为协同效果的产生是由于两家公司业务的合并，不属于控制权溢价的范畴。控制权溢价的理由在于收购方在重组后，期望通过控制被收购企业的业务发展和方向选择，进而可能会影响未来现金流的时间和多少，甚至可以为了整体利益而局部策略性亏损，这完全可以基于收购方自己的理解，比如百度潜在控股好大夫，阿里全资收购高德，控制的力度当然是由控股方决定的。同时之所以探讨这个问题是因为在具体估值和投资行为发生的时候，并非各个企业都是一塌糊涂的，有的企业会持续稳定盈利，现金流充沛，当你想强强联合或者“蛇吞象”的时候，可能就需要额外付出一部分对价了。当然，具体的收购金额还是双方自己去谈，但即使在考虑控制权溢价的情况下，估值也通常不会超过企业最乐观的上限。

下面举一个从财务角度来说明控制权溢价的例子。“二百九”公司在2013年财务年度有1亿元的EBITDA， 目前按照该行业内企业的价值约为EBITDA*5=人民币5亿元 。我们的“二百六”公司有意收购它，“二百六”公司的B同学和董事长T同学经过仔细研究后认为，“二百九”公司由于管理一般，其经营的潜力远远没有发挥出来，如果换作由他们经营的话， EBITDA绝对可以增加到1.5亿元，因此，“二百九”公司的潜在价值应该是人民币7.5亿元（1.5亿*5），经过管理层重组后，融合“二百六”公司的现金管理经验，其管理权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

价值应该约等于5000万元人民币的EBITDA。 反过来会转换为人民币2.5亿（0.5亿*5或者7.5亿-5亿）元的控制权溢价。因此当“二百六”的B同学委托秀红资本的A同学做收购顾问，尝试以5亿元进行第一轮报价的时候，遭到了“二百九”公司的拒绝。但“二百六”公司的最高出价不会超过7.5亿元，由于双方都非急迫，所以在“你拍一我拍一”的讨价还价过程中，逐步达成了一致。

所以说， 控制权溢价是和被收购公司管理层的能力成反比的。被收购企业的管理水平越差， 控制权的价值越高。反之，被收购企业管理水平越高，控制权的价值就越低。所以，控制权的价值=重组后的企业的价值-重组前的价值。

因此如果收购方可以买到标的公司至少51%的股权，那么收购方就得到了该公司的控制权。收购方愿意付出的最高价格中除了包含相应股份对应的估值，也包含收购方认可的控制权溢价。反之如果收购方最多只买到49%的股权或者更少，那么就意味着收购方并没有得到控制权，那么收购方愿意支付的最高价格就只能根据股权比例，按照公司重组前的估值来进行计算。通常情况下，参股多为财务投资，控股多为策略投资或产业并购。另外还有部分公司在收购时会有要约，如果达不到控股的要求，他们会放弃整个收购计划，酷似对这个被收购公司来了一个“全或无”的估值要约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所以拥有公司股权的51%和49%是有巨大不同的，我们经常会在商战小说或影视剧里看到什么敌意收购、毒丸计划，什么千方百计合纵连横或者“举牌”的方式来争夺公司的控制权。艺术来源于生活，当知道了控制权溢价后，小伙伴们可以更深刻地理解这些作品中所表达的内容。比如最近复星举牌拟私有化收购“美中互利”，意在整合“和睦家”，与复星整体的医药布局协同。而在控制权的争夺战中，冒出了凯雷和春华资本参与竞购。凯雷很有可能是受人之托，浮在水面上进行代为收购，待时机成熟时转让，因为私募机构本身不可能经营企业。而春华资本很有可能是因为刚募集了一大笔美元基金，好不容易找到了一个合适的收购标的，想要尽快把手里的钱投资出去。这样实际上Dr.2猜想最后的结果可能有以下几种：1. 如果“和睦家”的股东并非想全部退出，只是出让控制权的话，那么采用换股加现金的模式，复星提高报价后成功收购可能性大。2. 如果“和睦家”的股东想全部退出，不再持有股份而接受全现金报价的话，那应该会是价高者得，春华和凯雷胜出的概率会变大。3. 如果“和睦家”都不接受，继续选择独立经营，那么这样的话，由于对复星的私有化要约合同违约，需要支付不菲的违约金，其概率还是比较小的。由此可见产业资本和VC/PE也是经常发生激烈博弈的。

还有一个优先股的问题要说明一下，其本质也是一种控制权溢价的表现，当然部分优先股还包含优先获得清算权、优先股息等等，在此就不做讨论了。比如美国股市A/B股的同股不同投票权的问题，核心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是为了保护由管理层控制董事会，而非资本方。Facebook的扎克伯格拥有的A类股票，10倍投票权于普通股，这样从理论上讲，他只要拥有至少9%的优先股，就能绝对保持公司的控制权。甚至谷歌等公司还设计过1:20的投票权优先股以保证控制权不留隐患。而香港上市的法律主张同股同权，中国沪深股市的优先股改革才刚刚开始，这也是阿里放弃香港，选择美国上市的直接原因。那么大家自然可以发现，A/B股的价值是不同的。仅从控制权溢价角度来说，拥有10~20倍投票权的优先股，价格可能是普通股的好几倍。

5. 有趣的倍数

有读者说：“关于周期性企业估值的文章，我读过了，里面用了一个EBITA的倍数来估值。我不明白的是，为什么要用EBITA的倍数而不是别的，同时你能对其他的基本概念用通俗易懂的语言来进行描述吗？”

我们在估值系列的第一章里提到过，用贴现现金流来给项目估值是相对最准确的。但是这个准确是基于对未来现金流的预测基础上的。这样我们在实际操作中可以通过对类似企业的比较来估值（倍数分析法），以此来检验预测的现金流是否合理。大多数情况下，特别是传统企业，用企业价值/EBITA是最好的倍数 。尽管在股票市场大发展的这20年，大多数老百姓都被教育用市盈率的倍数PE（股价/净利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

润)来评价企业的好坏，因为这比较简单并且可以和分红送配挂钩，但市盈率的倍数最大的问题是没有考虑资本结构和非经营项目产生的利润或亏损，以及可以通过调节费用和财务手段来对企业进行操控。

首先在这里Dr.2要向大家介绍两个概念。

1. NOPLAT（扣除调节税后的净营业利润）：读起来很绕口吧，但它是企业价值最重要的组成部分之一。它是指企业核心业务所产生的利润减去与核心业务相关的税收。

2. 已投入资本: 是指企业已经投入核心业务的资本总和。

3. ROIC（投资回报率）：是指企业从每一元钱投资中所赚取的回报。

ROIC= NOPLAT/ 已投入资本

4. WACC (加权平均资本成本): 是指投资人期望从投资项目所获得的回报。

5. g (增长率)：是指企业每年的NOPLAT和现金流的增长率。

以上的概念都是企业价值的核心驱动。

$$企业价值=[NOPLAT_{t=1} *(1-g/ROIC)]/(WACC-g)$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

（所有这些公式推演起来比较复杂，况且不是此文的重点，具体可以参考财务理论书籍，在此不再详细解释。）我们可以将NOPLAT分解成 EBITA 以及企业的税率（T），那么：

企业价值=[EBITA*(1-T)*(1-g/ROIC)]/（WACC-g）

然后公式的两边再除以EBITA，就得出：

企业价值/EBITA =[(1-T)*(1-g/ROIC)]/（WACC-g）

EBITA 就是息税和可摊销无形资产摊销前利润。以往我们说的净利润，是在营运利润的基础上减去税收、利息、折旧摊销等成本计算出来的。如果将净利润作为衡量企业表现的指标，那其中重大的缺陷就是净利润会受税收水平、以往财务运作导致的折旧摊销等因素影响，并不能真正反映一家企业当下真实的运营状况。因此，相比净利润，EBITA指标能更纯粹地反映企业经营的水平。

从上面这个公式本身来看，我们发现有4个因子决定企业价值/EBITA 的倍数：增长率（g），投资回报率（ROIC），税率（T），还有加权平均资本成本（WACC）。如果我们在同一个国家，同一个行业内的公司进行比较，你会发现，税率和加权平均资本成本应该都差不多，但每个公司的投资回报率和增长率肯定有所不同。所以每个公司的估值（倍数）当然要有所不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尽管市盈率的倍数更为大家所熟悉，那为什么不用这个倍数呢？这是因为市盈率的倍数有两个主要的缺陷。一是会受企业资本结构的影响。一个企业的融资情况（债权和股权的比例）会在很大程度上影响市盈率的倍数。通常在利率较低的情况下，杠杆越高，市盈率会越低。但有些企业会受影子银行所累，承受较高利息。杠杆越高，市盈率越高。二是净利润的计算中包含了企业的非经营部分，比如说，无形资产的摊销、一次性的盈利或亏损等等。所以说一次性的非经营亏损（比如法律诉讼)就能减少净利润，这样会导致市盈率倍数虚高。有一个著名的案例（读过MBA的同学理论上应该都学过），就是美国在线和时代华纳合并后的估值。合并收购成本为1 470亿美元，减去时代华纳净资产账面值和资产负债之后，再加上美国在线的剩余部分，商誉总价值突破1 300亿美元。天文数字般的商誉以及每年的商誉摊销（无形资产计提）成为美国在线时代华纳的一个沉重包袱。至2002年年底，美国在线时代华纳一共摊销了大约1 000亿美元的商誉和其他无形资产。即使EBITA有640亿美元，但公司的账面上显示的是980亿美元的亏损。所以既然净收入为负数，那么市盈率的倍数就没有任何意义了。

那么什么是EBIT呢？ EBIT指的是息税前利润。它和EBITA的区别主要在于前者扣除了无形资产的摊销。我们知道，无形资产的摊销是一个由于收购而出现的会计学产物。企业在被收购前，是没有无形资产摊销的。除非一些软件企业的开发成本，这是可以资本化进行摊销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的。正是因为摊销和未来现金流无关，所以如果扣除了摊销，就会造成倍数的扭曲。当收购发生后，由于产生了无形资产发生的摊销，这就会造成合并公司EBIT的减少和企业价值/EBIT的倍数上升。这样的倍数上升只是会计学上的产物，企业价值并不会因此提升。所以为避免造成错觉，不要用企业价值/EBIT的倍数。

那么EBITDA又有什么不同呢？EBITDA 是指税息折旧及摊销前利润。因为从严格意义来说，通常我们认为折旧就是非现金支出，是沉没成本。记得以前做投资模型时，我们认为对目前资产的折旧就是为了将来替换被折旧完的老旧资产而做的资本支出储备。但是这个资本支出是已经记录在现金流里了，和EBITDA并没有直接联系。所以我们认为，EBITDA没有考虑重置资产的现金需求，所以用EBITDA的倍数也是不合适的。当然，世事无绝对。比如说有两家公司生产一样的产品，用一样的设备，两家公司的生产成本和售价也差不多。由于历史遗留问题，如果其中一家公司现在运转的设备的采购成本比另一家贵，那么这家公司的折旧就会较高，就造成了其EBITA较低。如果从估值的角度来看的话，这两家公司的现金流是一致的，它们应该有差不多的估值。然而，两家公司的EBITA是不同的，所以在这种情况下，EBITDA的倍数比EBITA的倍数对企业估值更准确。

我们再来看看市销率，就是总市值/ 销售额的倍数。在这里，我们假设总市值=企业价值。通常来讲，我们认为用这种倍数来估值比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

不靠谱。为什么呢？回顾一下我们之前讲的企业价值/EBITA的倍数由4个因子决定，其中包括税率、加权平均资本成本、投资回报率以及增长率。而市销率还需要多考虑另一个限制：类似的毛利率。让我们来看看EBITA的倍数和市销率之间的联系吧。

市销率=企业价值/销售额=(企业价值/EBITA)*（EBITA/销售额)

这个公式告诉我们，市销率等于EBITA的倍数乘以毛利率。所以，尽量不要对收入波动性高或者收入不能持续的企业用市销率来估值。但是不少早期的TMT企业、电商或团购企业，无法用其他的指标来衡量，那么市销率至少是一个简明的、可测量的指标，对估值有一定的帮助。

还有一种叫PEG比值。传统的PEG比值是指当市盈率的倍数由于收入增长的不同，因而造成两家公司的市盈率的倍数也不同。为了控制增长的变化，有人发明了PEG比值。它的公式是：

PEG=市盈率/收入增长率*100。

上面我们阐述了市盈率作为倍数的缺陷。所以我们套用了企业价值/EBITA的概念调整了一下PEG比值的公式：

PEG=（企业价值/EBITA）/期望EBITA增长率 *100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

PEG比值是将普通的倍数升级了一版，考虑到控制增长率的变化。但是这个比值同样有缺陷。比如说，只考虑了增长率，但没有考虑投资回报率（ROIC），所以在同类企业中，变化还是存在的。另外，期待的增长率也没有时间范围。1年、2年还是10年，说不清楚。最后，公式假设增长率和EBITA的倍数是一个线性关系，如果收入好多年都维持不变，没有增长，那么企业价值为0吗？

值得关注的是，大量的互联网企业是长期不挣钱，甚至大幅亏损的。那么给这些年轻的或初创型企业估值是个老大难的问题。因为，市场容量、盈利能力、投资需求都存在太多的不确定性。用以上介绍的倍数来衡量这些企业似乎有点不着调。关于这类型企业的估值，我们或许需要依靠非财务数据倍数来比较企业价值。比如说，用户总数、月活用户数、每个用户停留的时间、应用内订阅量、长黏重（长期，黏性，重度）、用户数量等等。国外许多互联网大企业都曾经利用总用户数和活跃用户数来评价企业的价值。比如，雅虎的每个用户价值为XXX美元，亚马逊的每个客户的价值是XXX美元等等。而Facebook获取第一笔投资的理由只有一个，该投资人认为既然哈佛的学生平均每天在上面停留两个小时以上的时间，那么它一定是具有独特的价值的，虽然目前没有看见商业价值，但未来一定会有。我们也能找到相关的学术文章证明这些互联网企业的市值和它们的用户数量的确直接相关联。统计数据也表明，对于电商来说，偶尔点击的用户跟企业未来现金流的增加没有任何直接关联性。其实可以让多少数量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的核心用户离不开你，这才是互联网企业估值的精髓。对于初创型TMT企业，用非财务数据倍数也不失为一个办法，因为早期上不了台面的财务数据可能和未来的长期价值没有太大关联。不过，随着企业的不断成熟，进入了成长期和成熟期，财务数据就会发挥越来越大的作用。最新的报告证明，非财务数据倍数基本会在两年左右失去其和市值的关联性，这样，传统的估值方法又回归了。

在现有的估值工具中，我们还是认为贴现现金流法是最科学的，但是如果选择合适的可比公司，选择合适的倍数，用比较法来估值可以同样出彩。比较法用得好，完全可以和贴现现金流法互相印证，相得益彰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第五章

《左传》有云：人谁无过？过而能改，善莫大焉。再次修订之前文章的时候，Dr.2发现了几个表述不清的地方，比如无形资产和商誉是既有联系又有区别的概念，并且中美会计准则对它们的计算方法是大不一样的，我在“有趣的倍数”这篇文章中没有写清楚，不恰当地用了“计提”这个词，混淆了它和“摊销”这两个不同的会计学概念。在“控制权溢价”的文章里面，我只提到了企业增加现金流所产生的价值，但这是不完整的，因为其中还包括管理者对收购目标的雪藏，甚至故意做低价值，控制让其破产或私有化等的行为。同时还有两个非常重要的问题我没有论述——估值的生命周期和“团队价值的量化评估”。另外，很多时候初创企业估值是为了融资，那么融资一定都是有益的吗？这必须要尽可能严谨一些。

1. 商誉

商誉（Goodwill）是指企业由于种种原因，在用户中享有较高信誉、经营情况特别良好而形成的高于同行业一般水平的获利能力，是能使企业中的人、财、物等因素在经济活动中相互作用，形成一种“最佳状态”的客观存在。商誉是一项资产，但不能随间入账，只能在特殊的形式下入账，商誉的本质，比较权威的观点当属著名会计理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

论学家亨德里克森在其专著《会计理论》中介绍的三个论点，即好感价值论、超额收益论和总计价账户论。关于商誉的“三元论”等基础理论，如有兴趣可翻阅专业书籍，这里不再赘述，但以下的一篇关于商誉的新闻报导，引起了Dr.2的关注。

2014年5月青海贤成矿业股份有限公司关于会计差错更正的公告

对子公司青海创新矿业开发有限公司（以下简称“创新矿业”）存在合并商誉15 423 321.40元，无证据证明创新矿业未来能够为公司带来超额收益等经济利益流入，故对其全额计提商誉减值准备，减少商誉15 423 321.40元，增加资产减值损失15 423 321.40元。

从会计学的角度来看， 商誉的含义并不限于企业和客户之间这层友好关系， 商誉被定义为“不可辨认资产所带来的未来超额经济利益”， 并且企业视商誉为非流动资产。商誉由许多因素产生， 它包括顾客对企业的信任和忠诚，一流的管理团队，相对高的生产效率，广泛的社会关系、强烈的社会责任感以及不错的市场份额等。 一个成功的企业孜孜不倦地发展和巩固自己的商誉， 但是我们并不能厘清企业为了发展和巩固这些商誉所付出的努力和成本。 所以， 商誉这个词的发明正好描述了这些道不明、理不清的资产。

商誉可以是购买来的， 也可以是企业内部生成的。 但只有购买的商誉才能入账，原因是有明码实价，可以客观估值。 反之， 企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

内部生成的商誉就无法自我衡量了，即使花费巨大并且证明它和创造商誉存在某种联系，但根据谨慎性原则， 我们只能将这些支出作为费用处理，而不能将其资本化。因为无法确认哪笔支出是专为创造商誉而“生”，也不可能算出它创造了多少商誉。

所以商誉不能够单独地出售或购买，只有企业收购或者部分收购了另一家企业的时候， 商誉才能在账上承认。 资产负债表上首先列出的是被收购的可辨认净资产的公允价值总和，剩下的就是商誉了。那么公允价值是什么呢？ 公允价值是在公平交易的原则下，一个资产在一个清醒的买方和一个清醒的卖方之间交易的价值。回到估值系列文章第一季中的实例：“二百六”公司于某年某月将“十三幺”公司卖给了“二百八”公司。 假设在交割日，“十三幺”公司的可辨认净资产（资产-负债）账面价值和其公允价值如表5-1所示。

最终，“二百八”公司收购“十三幺”公司的成本是现金7 800万元。也就是说，它从“十三幺”

表5-1　“十三幺”公司可辨认净资产（资产-负债）账面价值和公允价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

	账面价值（万元）	公允价值（万元）
应收账款	100	100
存货	500	600
设备	1 000	800
车辆	200	300
土地	1 000	1 500
大楼	600	800
应付账款	（300）	（300）
应付银行利息	（200）	（200）
总计	**2 900**	**3 600**

公司处收购了4 200万（7 800万-3 600万）元的商誉。如果“二百八”公司的收购成本是现金3 000万元，你会发现收购价低于“十三幺”公司的公允价值600万元，我们称之为“负商誉”，这也很常见，因为收购评估通常基于贴现现金流和比较法，而公允价值经常考虑有形净资产的现值。

在2001年以前，商誉作为一项无形资产，在一定年限内有规则地加以摊销，并冲减各期利润。比如，美国会计准则规定，商誉的摊销年限最长可达40年，澳大利亚会计准则规定最长不得超过20年，中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规定商誉的摊销不得超过10年。2001年，美国会计准则规定商誉不再被摊销，在2005年，国际财务报表准则同样禁止了商誉的摊销。现在，在大多数国家的会计准则里规定商誉只能被减值。按照中国于2006年颁布的新《企业会计准则》规定：无形资产是企业拥有或者控制的没有实物形态的可辨认非货币性资产，如专利和商标等。而商誉属于企业无形的资产，但由于其不可辨认性，所以不属于无形资产。新准则也规定了商誉一经确认，持有期间不再做摊销处理。企业如果拥有因并购所形成的商誉，至少应当在每年年终进行减值测试。它还规定，资产负债表中非流动资产项目下商誉以净额列示。

我们再回到贤成矿业的例子，所谓各种会计处理的差错导致该公司一共减值了17亿元之巨，这必将载入资本市场的史册。单从对“创新矿业”全额计提商誉减值准备，增加资产减值损失1 500多万元来说，这很明显是青海贤成管理层在收购业务上的过失。鉴于十分有限的信息，我们首先要质疑收购时这个商誉的数字是怎样产生的。从一个正规经营的企业的角度来看，收购时一定对它寄予厚望，否则也不会给出这么高的商誉价值。但收购结束后，情况立马急转而下，最终以减值收场。收购的成本显然是来自于企业的现金储备或者银行借债，三下五除二，就干净利索地让全体股东丧失了数千万的价值，正所谓让你高你就高，不高也高；让你低你就低，爱咋咋地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

商誉减值还会带来一个风险， 那就是减值额太大从而将股权价值减低到触发拖欠还款的地步。 大多数银行要求企业保持一个相对固定的资本结构， 如果企业不依照银行的要求， 银行有权不提供贷款。当企业急需继续贷款来维持正常业务时， 那么由于商誉大幅减值带来的风险或许会将企业带到万劫不复的地步。 因为一个企业被资不抵债（破产）威胁时， 商誉通常会一文不值，此时商誉已经失去了转售的价值。那么，有读者会问，如果遇到这种情况应该怎么办？我认为，从理性思考的角度来看只有一个解决方案，就是还没买的不要去买，已经持有的毫不犹豫地卖出，不要对这些人抱有任何的幻想，就好比一个小偷熟练地划开你的包拿走你东西被人抓现行的时候，他会很可怜地说："这是我第一次，我是一时糊涂。"你会相信吗？从人性的角度来说，如果一个人要流氓而没有严重的后果，那么他就会重复不停地耍流氓，直到他不再耍流氓为止。但是问题是我们不知道他什么时候会不再耍流氓，所以我们只能远离流氓。

类似贤成矿业这样的事情在中国股市屡见不鲜，真的就那么简单吗？请看下一章的"再议控制权溢价"。

2．再议控制权溢价

不少企业家在早期通过勤奋努力，创建了一家比较成功的公众公司，并且发展前景不错，于是他们通过控制董事会进行收购，将自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的一部分优质私营资产也融入到这家公司中，通过包装后将它上市了。因为一个公司的增长速度受到原有资源的制约，要保持持续快速的发展，必须要有足够的资金投入和完善的财务规划与公司的战略目标相适应，所以上市对于想要进一步发展的企业是一条很好的道路。但是，部分企业家的目的并不是这个，他们有些是为了做高估值，获得自己或者关联人的巨大经济利益，甚至上市之前为公司呕心沥血、无私奉献，经常会奇葩式地无偿赠与，连正常营销费用都由大股东私人买单。若要以为他们的名字叫雷锋，你就大错特错了，用他们自己的话说，每节约一块钱费用所带来的利润增厚，我可以翻几十倍从市场拿回来（通常二级市场市盈率为20~30倍），所以勒紧裤腰带，对自己狠一点是值得的。那么一旦这样的公司上市，饿了很久的狼会做什么样的事情，你懂的，逐渐现原形是必然现象。

故事没有完，等到几年后，业绩不断下滑，费用持续膨胀，企业掏得差不多空了，这些企业家（大股东或实际控制人）会不断将上市公司的业务萎缩，通过关联交易和利益输送给自己的私营企业，大幅计提损失，进行商誉减值，以各种奇葩理由将账面做成亏损。因为根据中国股票市场规则，上市公司连续两年亏损会被*ST（Special Treatment），而如果账面连续三年亏损后不能扭亏，则要么重组，要么就会退市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

随着公司的业务越来越差，则企业家可以将上市公司的优质资产不断以一个比较低的价格进行剥离、转卖，美其名曰为了扭亏而“重组”。等到亏损达到“标准”后，就可以把这家上市公司退市，或者卖“壳”，或者与其他股东要约，将企业私有化。

但是故事还没完，由于企业并不是真的因为发展战略受损，无法经营而正常退市或者私有化的，而是由于企业实际控制人的内部操作导致的。所以他们可以将这家公司的资产重新包装，融合一些被“养肥”的私营资产，然后将这个企业拿到其他的市场上进行二次上市。以上过程可以反复多次，此起彼伏地进行“资本运作”。

我们国家的证监会曾经对恶意掏空资产、虚假报账的情况是严厉谴责并限期整改、通报批评和罚款，这相比由此带来的巨大利益，你说这些企业家会做如何的选择呢？甚至证监会还把市场禁入当做对情节恶劣人员的“严厉惩罚”，即使是老百姓都可以用亲戚朋友的账号来开户并进入市场，而对于这些高手来说，简直如同儿戏。可喜的是，国家不断深化改革，制定了不少卓有成效的措施并且加强了执法。题外话：我认为必须建立严刑峻法和集体诉讼制度，改审批制为注册制，才能从根本上使此现象有所改观。

企业家为了自身的利益，故意做差业务然后进行恶意退市或私有化的，要结合法律合规对这些拟退市和私有化的企业进行独立的第三方调查，并且应该像对待由于“安然”造假案而破产的会计师事务所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

那样，对参与干坏事的机构依法严责。调查应该是针对于企业从上市之前到后来的整个阶段内，不仅是账面和业务，还包括资产的收购和剥离，特别是计提和减值。短期的报告可以滴水不漏，但是长期的报告总是可以看出一些端倪的。

公司的实际控制人与其他股东和公众股东，天然就处于不平等的位置。控制人可以利用其在公司管理结构中的优势地位，用一些合法或不合法的手段侵犯他人的利益，让你高你就高，不高也高；让你低你就低，爱咋咋地。因此，这是一种标准的“控制权溢价”的表现 。例如：实际控制人可以通过关联交易进行利益输送，造成小股东无法获得正当投资回报。实际控制人可以操控公司的资金，影响公司的各项重大经营决策、选择管理者并控制红利的分配，甚至可以进行很多的操作将公司故意做成亏损。公司估值的变化并不是都在账面上可以体现的，大股东可以在他们准备套现，出售公司股权的时候将企业的估值做得很高，不断放出各种好消息；而当他们要增持股票的时候又可以将估值做得很低，坏消息一个接着一个，然后定向增发或者低价买入，未来高价卖出，因为这其中没有所谓的公允价格，定价权掌握在有“控制权溢价”的人手里。

还有另外一种情况。举个例子 ，某重工企业上市后花了好多年培育的“重装”业务，在准备进行销售的时候，突然以市场竞争激烈、可能遭遇巨大风险为由，被“好心”的管理层以6 000万元的价格私有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

化了，给市场的解释是甩掉了包袱。可就是这个“包袱”卖了三年重装产品，市场表现良好，给管理层挣了一大笔钱。但是为了增厚上市公司的业绩和全体股东的利益，管理层“忍痛割爱”，重新将该资产以20亿元现金或等值股票的价格，“低价”转回给上市公司。这并不是故事，而是真实发生的血淋淋的事实，并且由于是上市公司，它所有的表演都被历史记录了下来，包括谁提议，谁来买，谁投了什么票，都全部在案，污点将保留终身，即便未来成为首富也无法抹去。

大股东之间除了通过关联交易、利益输送改变公司估值之外，他们还可以利用商誉和知识产权来进行增资，通过评估机构来操纵。那么，有读者会问，如果你遇到这样的企业（无论是上市企业还是非上市企业），你应该怎么去选择？答案是：如果还没买，就不要去买；如果已经买了，那就坚决卖出。因为亡羊补牢，犹未为晚。这么选择的原因在于，如果一个人做了贼之后，只要他得手后没被抓住处罚，他就会重复不停地做贼，直到他不再做贼为止。在犯罪心理学中，这种现象叫做破窗效应，是关于环境对人们心理造成暗示性或诱导性影响的一种认识。有一扇窗户，如果它是完好的，那里面的东西也能够保存好；但是一旦这扇窗户被打破了，那么人们可能就会因为这种环境对心理造成的暗示，而拿走窗户里面的东西，甚至还会去打烂更多的窗户。所以一旦企业控制人尝到了一次甜头，他就会重复不停地去做，直到出现非常严重的后果让他不能承受为止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

“控制权溢价”还有一种表现。举个例子，某跨国企业在国内有个比较重要的竞争对手，于是它利用资本的优势，控股收购了该企业后，将它们的品牌雪藏，废掉它们的渠道，或者制定离奇的市场策略让其奔向死亡。那它到底为什么要这样做，原因就留给读者们慢慢思考吧。

商场如战场，一切皆有可能。企业家为了上市，去符合连续三年业绩增长的成长性标准，在一定的程度上通过调节企业账目进行避税，平滑企业业绩，削峰调谷，甚至虚增主营业务收入和利润，少计费用。但是，一旦遇见天灾人祸，IPO暂停了，或者流程出现什么纰漏，那么他就惨了。因为再继续这样输送，可能将该企业家弄崩溃；而如果随波逐流、自暴自弃，那么几年的辛苦将付之东流，如果和投资机构有对赌协议的话，还会背上高额债务，甚至企业都会破产。但是“吃得咸鱼耐得渴”，让企业想死就死，恰恰说明了你拥有了独特的“控制权溢价”。正应了这句英文对联：No zuo no die why you try，you try you die don’t ask why！

3. 团队价值的量化评估

不论是估值还是企业决策，在实战运营中都必须要有统计学的观念和概率的思想，要进行有依据的合理推理。比如Dr.2的合伙人曾经对别人说过：我是他见过的医生里面经济学和财务知识最多的人。那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

么由此可以大致推论出以下两个事实：一、该合伙人遇到过的医生太少，见识不高，导致统计学无意义；二、Dr.2这个鬼子，除了正事，什么都干，就是没有好好当医生，而这显然是一个大概率事件。

言归正传，企业管理团队一直是诸多风险投资机构给企业估值的重要参考因素。抛开项目本身的吸引力不说，风投机构考虑的首选因素往往是领军人才和团队（因为领军人才也是团队的一部分，所以后面统一表述为团队），其次才是项目的增长和投资回报率。而项目的成长和目标投资回报率一般可以用贴现现金流和比较法来近似评估，虽然空对空，不过多少还是可以部分量化的，但是对于“团队”价值的评估，似乎很少有量化的模型，多数会以评估人的主观感觉或者话事人的一句“神州行，我看行”来盖棺定论。那么如果投资成功，不少机构和团队双方都会刻意淡化调查和谈判的复杂性，而会突出“郎才女貌”和“一见钟情”，喜欢演绎神话故事，什么一分钟打动人，电梯门一开一合，一个明星企业诞生了之类的事。因为这也是双方营销的需要，用一句时髦的话说，你要认真你就输了，Everything is business，不过互相借此扩大影响力，以利于后面的工作开展。那么团队价值真的只能靠拍脑袋，玩Feeling，而一点都无法量化评估吗？

我们再来复习一下之前“有趣的倍数”里学过的企业价值公式：

企业价值=NOPLAT*[1-(g/ROIC)]/（WACC-g）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为：

1. 自由现金流+新增投资额= NOPLAT

2. 新增投资额=已投资本额 $_{t+1}$ － 已投资本额 $_{t}$

所以：我们将公式重新组合一下

企业价值= （自由现金流+新增投资额）* [1-(g/ROIC)]/（WACC-g）

从以上的公式可以推导出一个结论，就是自由现金流、新增投资额、增长率以及投资回报率（ROIC）与企业价值成正比例关系。WACC则是风投机构所需承担的风险成本，所以WACC与企业价值成反比关系， WACC越低，则企业价值越高。以上5个变量就是企业价值的核心驱动。

通常风险投资人只有两个选择，用一句莎翁的台词：To be or not to be，投还是不投，这是个问题。通过和企业的初步接触，到后面的尽职调查，已经大概了解了产品项目的竞争力和市场前景。但项目好不好只是回答是否值得去做的问题，但对管理团队的评估才是回答能不能做的问题。好项目匹配合适的管理团队，才值得投资。

那么企业管理团队的合适度与估值有什么关系呢？ Dr. 2 认为这取决于管理团队是否可以撬动影响企业价值的5大变量。也就是说，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资者需要找到哪些管理团队的因素是可以促进自由现金流、新增投资、增长率和投资回报率的增加；如果相反，那就变成是危险因素了。

我们知道，企业是通过投资产生未来的现金流去计算价值的，当然投资的回报率一定要大于资本成本。根据价值守恒原则（任何不能增加未来现金流的行为都不能创造价值）。当一个企业的管理团队被认为没有能力改变企业现金流的总量，或者产生投资回报率（ROIC）不能达到投资者要求的最低回报率（WACC）时，那么投资者则认为管理团队和这个项目不匹配。根据“全或无”的概念，投资者多数会选择不投。

而以下矩阵基本可以反映风险投资人的决策取舍。请注意中间黄色问号的部分，这时投资人的取舍十分困难，那就需求判断管理团队的合适度占整个投资决策中的权重了。如图5-1所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

创业项目吸引力			
高	完美!	投资	?
	投资	?	不投资
低	?	不投资	不投资
	高	管理团队合适度	低

图5-1　投资人决策矩阵

还有一点值得注意的是，我用管理团队的合适度或匹配度来代替素质这个词是有原因的 。乔布斯团队的素质高吧，不过它却可能只适合管理苹果公司，如果去管理可口可乐，可能就不会是一个好的管理者。第一，乔布斯渴望做点事情改变世界，而不愿意靠卖糖水来了此一生。第二，整个可口可乐的营运模式也许不是该团队可以胜任的。这就像，拿手术刀的操作不好剃头刀，造原子弹的不见得煮得好茶叶蛋，人各有所长，这不难理解。严太华、张龙在《经济问题》2002年第一期发表的文章《风险投资评估决策方法初探》中，将企业的管理团队的评估分为以下几点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(1)企业家素质：可以从以下几个方面重点考察，一是正直诚实；二是身体健康，精神良好；三是动机与责任感；四是分析能力。（Dr.2认为：如果是已婚人士，还要考虑家庭的和睦与爱人的支持。）

(2)管理技能：一是各成员在行业中的经验和背景。；二是管理团队的经营理念；三是领导者的管理能力；四是各成员的专长能力。

(3)财务技能：一是对企业的财务分析和预测能力；二是创业公司财务计划的合理性。

(4)营销能力：有无良好的营销计划和出色的营销人才。

以上罗列的几点是否对创造企业的价值具有同样的重要性呢？比如能不能说企业家的素质比管理团队的财务技能更加重要呢？ Dr. 2认为不能。因为企业家的素质和财务技能的每个要点对企业价值贡献的权重不同，因此以上的罗列是定性研究，只能用于梳理思路，想了解管理团队对企业价值的影响，可以尝试进行定量分析。我们先看看企业管理团队对自由现金流的影响。那么自由现金流是由什么组成的呢？

自由现金流=EBIT － 经营税负 － 净投资额

其中： EBIT = 净利润 + 所得税+ 利息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此企业管理团队对自由现金流的影响主要集中在净利润上。净利润取决于两个因素，一是利润总额，其二就是所得税率。如果管理团队通过自身努力（比如获得领军创业人才基金，国家鼓励的海归创业和千人计划等）以及通过了高新技术企业或“双软”认证，由此获得了比较低的所得税率及各种补贴，那么显然是创造了独特的价值，必须给予溢价。而利润总额主要考察企业管理团队如何增加营业收入，怎样减少营业成本和各种费用的能力。

关于企业管理团队对自由现金流的影响，我们举个虚拟的例子（权重值也是人为设定的，见仁见智），如表5-2所示。

表5-2　企业管理团队对自由现金流的影响

企业管理团队素质		权重（自由现金流）	评分（以100分为中值）	加权得分=权重*评分
企业家素质	正直诚实	0.05	200	10
	身体健康，精神良好	0.05	100	5
	动机与责任感	0.2	300	60
	分析能力	0.1	200	20
	小计	0.4		
管理技能	管理团队成员在行业中的经验和背景	0.1	200	20
	管理团队的经营理念	0.05	100	5
	领导者的管理能力	0.1	200	20
	管理团队成员的专长能力	0.05	100	5
	小计	0.3		
财务技能	分析企业财务分析和财务预测能力	0.05	100	5
	分析创业公司财务计划的合理性	0.05	100	5
	小计	0.1		
营销能力	有无良好的营销计划和出色的营销人才	0.2	300	60
	小计	0.2		
综合	合计	1		215

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们假设加权得分100分为中值，这是企业管理团队素质达到投资者的最低期望值，其所能产生的自由现金流为A，当管理团队的加权得分为215时，所能产生的自由现金流为：A*(215/100) = 2.15A。

我们可将同样的方法类推到增长率。但由于 ROIC =NOPLAT/已投资本额，在分析自由现金流时已经考虑，故不能重复计算，所以不会计算加权得分。而新增投资额则受诸多因素限制，不可能无限增长。

必须注意的是由于企业的价值和WACC成反比。因此计算管理团队对WACC的影响时，应该用除法。我们再回顾一下之前在“净现值法”中有关WACC的计算:

$$WACC = (D/V)*rd*(1-t)+(E/V)*re$$

其中：

rd= 负债成本，re= 股权成本，t= 企业所得税，D=负债现值，E=股权现值，V=D+E

而股权成本一般用资本资产评价模型（CAPM）来计算:

$$re=rf+beta*(rm-rf).$$

从以上公式可以看出，企业管理团队可以施加影响的只有负债成本，市场风险溢价以及股权和债权的比例 (资本结构)。通常负债成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和市场风险溢价越低，则WACC越低。关于企业管理团队对WACC的影响，我们也举了一个虚拟的例子并人为设定了权重值，如表5-3所示：

表5-3　企业管理团队对WACC的影响

企业管理团队素质		权重（WACC）	评分（以100分为中值）	加权得分=权重*评分
企业家素质	正直诚实	0.05	150	7.5
	身体健康，精神良好	0.05	100	5
	动机与责任感	0.05	100	5
	分析能力	0.05	100	5
	小计	0.2		
管理技能	管理团队成员在行业中的经验和背景	0.1	100	10
	管理团队的经营理念	0.05	100	5
	领导者的管理能力	0.1	150	15
	管理团队成员的专长能力	0.05	100	5
	小计	0.3		
财务技能	分析企业财务分析和财务预测能力	0.1	125	12.5
	分析创业公司财务计划的合理性	0.2	125	25
	小计	0.3		
营销能力	有无良好的营销计划和出色的营销人才	0.2	100	20
	小计	0.2		
综合	合计	1		115

我们同样假设加权得分100分为中值，这是企业管理团队素质达到投资者的最低期望值，其所能产生的WACC为B，当管理团队的加权得分为115时，也就是说，企业管理团队有足够的能力减低债务成本和市场风险溢价。其产生的WACC应为：B/(115/100) = 0.87B

同样的方法也可用来检验企业管理团队对利润增长率的影响，这里就不再赘述了。因此在一个企业的生命周期里，它会经历不同的最佳管理者。每一个管理者都会采取不同的行动来为这个企业创造价值。这个概念Dr.2 已经在“市值管理法”一文中有详细的阐述。但是通过以上的两个虚拟例子，我们可以大概知道，机构还是可以尝试对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

企业管理团队做一些量化分析的，而实际上由于投资风格迥异，每个机构都有自己的侧重点和独特的方法。

值得注意的是，以上尝试进行量化分析的方法，其本质上是基于贴现现金流模型来进行推演的，通常对已经有历史数据的企业更合适一些，因为贴现现金流对企业的预测已经考虑了其未来的成长性。不过对于初创企业来说，没有历史数据可以参考，但是表格中的评估项目依然可以普适，我们可以对初步量化的值进行系数修正（也就是投资者的感觉或者主观判断），综合平衡该团队与这个项目的“合适度”和该团队的“成长性”。

给初创团队进行估值往往是为了融资，那么融资一定会让企业成长壮大吗？下一节我们来剖析一个真实案例：融资致死。

4. 融资致死

有一个年轻人，他有想法，有创意，但是他没有资本，所以他无法创办企业。或者说创办企业了，在后续的运作中，即使拥有许多的发展机会，由于没有足够的资金支持，最后，他的企业死亡了……

这种情况很常见，中国中小企业的平均寿命仅 2.5 年，而大学生创业的成功率不足3%。因此对广大的创业者来说，投资机构与创业者的地位实际上并不是平等的，投资机构可以慢慢选择它认为足够好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目标公司进行资本运作，而且还可以“多生孩子好打架”，投资很多企业去减少风险，平滑收益。但是大多数没有资金的创业者们往往只能是“巧妇难为无米之炊”。

但是还有另外一种情况是，某种融资会导致企业死亡，甚至会加速死亡。因为融资对企业有两种相反的力量：推动力和破坏力。

在这里，我来给大家讲一个创业故事，纯属虚构，如有雷同，乃为巧合。从前，有一个热血青年Mr.2，他刚刚从哈佛、耶鲁、牛津、剑桥毕业，反正不管了，就是年轻有为，而且据其自称拒绝了某世界五百强企业开出的高薪Offer，风尘仆仆地带着很有创意的Idea和寥寥几毛钱（他本身没有资金，即使家里有钱，他也不想出钱，因为不愿意承担风险）回国创业。这可谓是有想法没资金的创业典范。怎么办呢？于是他集结了几个小伙伴们一起，开始参加各种创新创业大赛，到处演讲，将精心包装、反复修改的商业计划书发送给各个投资机构，去寻找天使。一段时间后，Mr.2的商业计划书和Idea在成百上千的计划中脱颖而出，获得了某比赛主办方和某个投资机构的认可，不仅获得了创业大赛的一等奖，而且该机构还决定投资200万元现金给Mr.2去创办公司，占投后公司的25%，投后估值800万元。哎呀妈呀，天使在人间呐，终于慧眼识英雄啊！对于一个除了Idea其他还什么都没有，兜比脸还干净的创业者来说，这是一个不错的开始。Mr.2很高兴，信心大增，觉得自己已经踏出了成功的第一步，由此内心开始膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

胀。在拿到第一笔融资款项之后，立刻开始行动，风风火火地招了一票人马，做起了项目，准备改变世界，改变自己。

但是不到一年，第一笔钱已经快花完，可是产品研发周期严重超出他最初的乐观估计，而且目前还处于关键开发阶段，无法上市。Mr.2只能再去寻求融资。这时候有两种可能，一是他比较顺利地拿到了第二笔融资；二是融资不顺利，但家中还有老婆孩子要过日子。没办法，为了救命Mr.2也只能选择带血割肉，去寻找机构或者私人做一点“过桥融资”。这部分投资很有可能是可转换的优先股，就是说如果机构或者私人未来觉得该企业发展良好，则这笔投资款可以转换成股份，而一旦对方觉得企业发展得不行，则这部分投资会转换成债务，并由个人担保，是需要还的。

不过Mr.2凭借其三寸不烂之舌和很帅的发型，还是有惊无险地获得到了第二轮融资1 000万元，占了投后公司20%的股份，而第一轮的投资机构为了避免股份被稀释，又进行了一定的跟投，但是Mr.2肯定不会投入资金，因为他没有钱也不想承担什么风险。Mr.2在第一轮投资过后，总共占有公司36%的股份，他的其他3个创始合伙人分别占有15%、7%和5%的股份，员工和技术骨干的股份期权池为12%，所以整个团队所占的股份约为75%。在获得第二轮投资之后，Mr.2的股份变成了25%，3个小伙伴的股份分别变成了9%、6%和4.5%。与天使不同的是，通常第二轮的投资者对企业的要求变得很高，而为了获得融资，Mr.2

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在推介的时候，不得不给公司定下了很高的业绩计划。但实际走下来，完不成的概率比较大，即便是完成了，也可能是惨胜。一旦完不成，则要根据对赌要约，不出现金就要进行股份割让补偿，一来二去，Mr.2的股份就只剩下20%了。

随着公司的不断变大，为了保障公司未来的战略能够得到实施，进一步扩大公司规模，“绑定”了几家投资机构的Mr.2又开始了第三轮融资。经过寻寻觅觅，不断“烧钱”进行包装，有个大机构愿意对公司投资5 000万元，占投后公司25%的股份。在接受第三轮投资的同时，Mr.2作为创始人的股份瞬间就掉落到了个位数，而更不必说团队初创时的合伙人和小伙伴们了（如表5-4所示）。

表5-4　三轮融资所占股份比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所占股权	第一轮融资后	第二轮融资后	第二轮融资后(割让后)	第三轮融资后
Mr. 2	36%	25%	20%	8.5%
合伙人 1	15%	9%	8.5%	4%
合伙人 2	7%	6%	5%	2.5%
合伙人 3	5%	4.5%	4%	2.%
员工股权和期权池	12%	10.5	10%	8.5%
一轮投资机构	25%	25%（跟投）	25%（跟投）	22%（不跟）
二轮投资机构	/	20%	27.5%	27.5%（跟投）
三轮投资机构	/		/	25%

随之而来的，他们的心态也逐渐发生了变化，创始小伙伴们可能也会慢慢离散，因为对公司，他们已经没有了当初创业时期的主人翁的认同感。他们会觉得自己只是这些资本家们（投资机构）高薪聘请来给公司打工的，而这个企业实际上已经不再属于他们了，所以逐渐丧失了激情和企业家精神，工作动力不足。这时候，Mr.2和创始小伙伴们可能会开始利用“控制权溢价”，想尽办法进行关联交易和利益输送，将公司的业务向自己的私营公司转移。或者他们还利用职权给自己开出高薪，飞机坐头等舱，出行则坐豪车，住则豪华酒店，让自己生活变得更舒适、更优越，不再那么考虑控制成本和可持续发展了。但是资本家可不是什么善男信女，腥风血雨中摔打过来的，什么事不懂啊？于是他们会利用控股权来行使否决权，寻找职业经理人或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者直接参与经营，这样一场场“宫斗戏”步步惊心地上演了，不是东风压倒西风，就是互相指责，同床异梦。

除了不断为自己寻找利益外，Mr.2对于公司业务发展的态度也开始转变。因为此前公司的业务扩张一直是建立在不断融资的基础上，所以他开始积极推动下一轮的融资。被套上夹板的投资机构们由于利益所在，必然只能一起去推波助澜，组团忽悠。如果再次融资成功后，他的股份更少，甚至可以忽略不计，那么他往往会以各种理由不再进行公司的业务拓展，将公司的钱慢慢花，将钱维持的时间尽可能更长。因为如此一来，就可以持续给自己开高薪，继续过高端的生活，因为就算自己做企业一年都剩不下几个钱，现在随随便便从中捞个几百万比苦逼的创业强多了，有社会地位又舒适，何乐而不为?

这样在不思进取的数年后，竞争对手不断挑战和超越，该企业可能会破产，或者不死不活，而Mr.2由于已经没有太多股权，于是清仓大甩卖或者将企业扔在那儿任其自生自灭，以理念不合等冠冕堂皇的名义离开，然后重新再创办一个新的企业。这就是为什么市场上会出现这么多的“连续创业者”的原因之一（当然确实有牛人，干一个成一个，不断挑战自我，比如特斯拉的创始人）。很多不明真相的小白可能会对他们盲目崇拜，而Dr.2对其中一部分贴有此类的标签的人，一定会审慎接触。为什么？因为我对他们的道德水准和职业操守持保留态度，而且就算我是一个坏人，也不一定愿意和坏人交朋友，是吧!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

昔时因，今日意，佛家说，一切皆有因果。重新梳理一下逻辑，我认为这种系统性的矛盾，实际上在公司第一轮融资的时候就已经种下了。因为最初创始人不愿意承担风险或者没有资金，一穷二白的时候引入风投，少量投资就让早期股权快速被稀释，然而第一轮的资本根本不够，所以就势必会紧接着进行第二轮融资，而第二轮的投资机构往往会有很高的要求，这样管理层不论主观故意或者是被迫，他们可能都会烧钱去做一些“虚荣指标”，这样现金消耗得非常快，之后需要马上去寻求下一轮融资。三轮之后，创始人的股权基本上就是个位数了，随后的一切发生又是那么的自然而然，这就是所谓的“融资致死”。所以经常有一些同学告诉Dr.2，谁谁谁，你的一些对手们资本雄厚，已经融了好几轮了，你还在那里丫挺呢？我说，如果对手公司融一轮我通常会积极关注。但如果短期就已经好几轮的话……嗯，这样我就放心了。而且之前我也提过，大样本的统计数据告诉我们，融资成功与没有获得融资的企业，其死亡率基本上是差不多的。

同时此现象部分也是由过于贪婪的投资机构导致的，当你拿走了管理层太多份额的时候，需要仔细思量一下，其实股份并非越多越好，如果高级红木变成了一个朽木，就算有100%又怎么样？如果你认为比管理层才高八斗，那干脆什么事都自己干得了，当然并非没有成功的先例，但如果这样你还当什么投资机构啊？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在本文写就的当天晚上，深更半夜的时候，Dr.2的朋友圈内有人在分享自媒体罗辑思维的罗胖和申音分手的消息。虽然他们都在微博各自表白说分手没有人品不人品、道德不道德的问题，但是从工商登记的资料来看申音占罗辑思维82.45%的股份、罗振宇占17.65%，不知道分手原因之中是否也包含有股权分配的原因呢？我们不以小人之心去揣度，但是股份的分配确实往往是企业股东们之间的核心冲突，不过一旦分手的话，对外界的说法通常就是双方理念不合等诸如此类的话语。

现代企业制度是在所有权和经营权分离的情况下，由股东会、董事会、监事会和经理层组成的一种组织结构，通常被称为公司法人治理结构，它的核心是分权和制衡，主要解决谁来决策、决策什么，谁来执行、执行什么，谁来监督、监督什么的问题，其目的在于出资者能放心将企业交给经营者管理，上下一心。而真正的创业者，不仅要懂得如何管理团队和发展壮大一家公司，还要懂得如何与投资人构建“和谐社会”，反之对投资机构而言，也是如此。

5. 估值的生命周期

生命周期是一个非常重要的概念，很多同学会和周期性行业的“周期性”有所混淆。其实周期性行业可以是永续存在并发展的，即使高峰与低谷不断地来回波动，比如农业、畜牧业、采矿业等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而标准的生命周期都是分为发展、成长、成熟、衰退几个阶段，从长远来说和有机体一样，最终还是会死亡的。而且它受外界的影响也比较大，比如周围环境中欲望太多、诱惑太多，就会缩短婚姻家庭的生命周期，反腐影响了一些官员的生命周期，当普通人了解到娱乐圈现在如日中天的大腕们，其奢靡的生活后（就像鲁豫采访过的三个好男人，目前只剩下黄磊一棵独苗还得以幸存），不免羡慕嫉妒恨地吐槽一句：贵圈真乱。

而生命周期在经济活动中还衍生出许多分支，包括产品的生命周期、企业的生命周期、产业的生命周期，以及客户的生命周期等。首先我们看一下产品生命周期，简单说就是产品的市场寿命，即一种新产品从开始进入市场到被市场淘汰的整个过程。

所谓“企业的生命周期”，是指企业诞生、成长、壮大、衰退甚至死亡的过程。因为企业是为市场提供各种产品的，那么产品生命周期自然会影响企业的寿命周期，尤其是对那些单一产品的企业更是如此，因此为了抵御周期，基业长青的企业通常要完成多个产品线的布局、多品牌布局、技术和产品储备。

而产业的生命周期是指行业从出现到完全退出社会经济活动所经历的时间，它包括了四个发展阶段：幼稚期，成长期，成熟期，衰退期。由于产业的生命周期构成了企业外部环境的重要因素，哈佛大学教授迈克•波特在《竞争战略》一书中论述了新兴产业、成熟产业和衰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

退产业中企业的竞争战略。因为从企业决策来讲，一个企业通常总是主要从事于某个产业，只有明确产业所处的生命周期阶段和企业在其中的地位，才能做出明确的企业战略定位。

那么“客户生命周期”是指客户对企业而言，也是有类似生命一样的发展过程。但客户的生命周期比企业某个产品的生命周期重要得多。具体到不同的行业，有不同的详细定义。如在电信行业，指的就是电信客户从成为电信公司的客户并开始产生业务消费从开始到最后离网的过程。因为一开始用固定电话，后来是小灵通、大哥大模拟机、数字机和智能机，我们还是在使用电信企业的服务来进行沟通，但是现在微信等移动互联产品出来后，重新构筑了一个生态，进行OTT（Over The Top）方式运营，人们是在用手机，却减少了使用电信企业提供的服务，如果未来构建超级WIFI并且不由他们控制的话，那么危机就真的来了。

所以说，以上四个周期，环环相扣，相互制衡。比如说，对于对企业的估值来讲，处于产业成长期阶段的企业，通常要比处于产业衰退期的企业的估值高。从业务模式来说，能将客户锁定在一个较长周期的产品里要比短周期产品的估值高。所以我们分析一个企业的估值，往往需要考虑其外部环境（产业生命周期以及客户生命周期），以及其内部优劣势（产品生命周期），如果企业再大的话，还要考虑宏观经济和政策等等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本章主要探讨的是企业在不同生命周期的估值问题，如图5-2所示列出了这些挑战。



图5-2　企业在不同生命周期估值所要思考的问题

如上所述，随着企业所处生命周期的阶段不同，估值参数的评估难度也不一样（如图5-3所示），从生命周期的五个阶段入手，分析每个阶段所面对的估值问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图5-3　命周期的五个阶段所面对的估值问题

值得提醒的是，与生物学中的生命周期相比，企业的生命周期有其特殊性，主要表现在如下几点。第一，企业的发展具有不可预期性。有些企业由年轻迈向年老可能会经历20~30年时间，也可能会经历好几个世纪的时间，而有些企业很快度过婴儿期、青春期，进入青年期，甚至快速死亡（比如TMT行业、快消品行业、娱乐传媒行业和游戏行业）。还有技术的进步对一些行业的企业影响特别巨大，好比蒸汽机的出现让打马掌的铁匠一夜之间全部失业。所以在周期的每个阶段，都会有一些企业闯不过去，可能是因为资金链断裂且无法融资，或是因为无法开展新业务等。第二，企业的发展过程中可能会出现一个既不明显上升也不明显下降的停滞阶段，这是生物生命周期所没有的。第三，企业的消亡也并非是不可避免的，企业完全可以通过变革实现再生，从而开始一个新的生命周期，构建基业长青。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

初创期（婴儿期）

从图5-3可以看出，给初创期的企业估值是一件多么痛苦的事。处于此阶段的企业基本没有或者只有很少的资产，绝大部分的价值来自基于未来增长的预期。财务报表惨到看不下去，也没有过往的数据来支撑风险分析。更加麻烦的是，绝大多数初创企业无法度过婴儿期就夭折了。就算幸存下来，也要过五关、斩六将，战战兢兢，如履薄冰，之前估值系列曾经论述过，创业的人通常都是一些脑子有问题的人，因为普通人很难承受这种压力。另外，初创期的企业的成败往往取决于人的因素。一个好的团队对企业价值有极大的影响（可以部分参考前文《团队价值的量化分析》）。对于初创期企业的估值所要面对的问题如表5-5所示。

表5-5　初创期企业估值所要面对的问题

现有投资产生的现金流是什么？	● 现有投资无法产生现金流或现金流为负向现金流
未来增长带来多少价值？	● 因为没有历史数据可以借鉴， 所以很难对收入或利润做出判断 ● 如果没有产品或服务， 则很难对市场潜力和盈利能力做出评估 ● 公司整体价值取决于未来增长， 但相关信息很少
现有资产和新增资产所产生的现金流风险有多大?	● 缺乏历史数据，很难评估风险
何时进入成熟期？潜在障碍有哪些？	● 是否能满足市场需求？是否能挺得住竞争的考验？ 即使能， 公司走到成熟期也是很困难的，因为大部分公司会死在初创期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成长期（青春期和青年期）

一些幸运的企业度过婴儿期的艰难，进入了成长期。一般来说，在这个阶段，产品和服务已经成型，也已经找到自己合适的细分市场，收入开始很快增长，企业开始扭亏为盈。但是，就如前面所提，在企业生命周期的任何阶段，生命可能都会戛然而止。这有可能是由于客户端或者自己所在的行业生命周期走到尽头，也可能是竞争对手的压力，比如巨头或流氓杀入这个市场。在此阶段，估值相对于初创期要来的容易一些，关于成长期企业估值所面对的问题，如表5-6所示。

表5-6　成长期企业估值所要面对的问题

现有投资产生的现金流是什么？	● 存在历史数据，但增长率，利润率以及相关营业指标处于变动中
未来增长带来多少价值？	● 收入增长是否可以和公司增长同步 ● 竞争将如何影响利润
现有资产和新增资产所产生的现金流风险有多大？	● 公司增长得越快， 风险也越高
何时进入成熟期？潜在障碍有哪些？	● 不是所有的企业都能撑到成熟期，公司何时可以稳步增长是个问题

成熟期（中年期）

企业在进入“不惑之年”后还是会遇到成长的烦恼。在金融学有个“期望跑步机”的概念，就是无论你的业绩有多么好，企业在股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

上的表现不见得比市场上的同类可比公司强多少。在此阶段，公司大部分的价值来自于现有资产。财务报表已经看起来非常具体详实。收入与利润都趋于平稳。关于企业在成熟期估值所遇到的问题，如表5-7所示。

表5-7　成熟期企业估值所要面对的问题

现有投资产生的现金流是什么？	● 有大量利润和现金流的历史数据 ● 数据是否稳定 ● 现有资产是否得到有效利用
未来增长带来多少价值？	● 增长通常不快， 但回报还是大于资金成本 ● 公司还能产生多久的超额收益，能保持多高的增长率 ● 某些公司还能在兼并过程中维持高增长
现有资产和新增资产所产生的现金流风险有多大	● 经营风险稳定，公司可以调整财务杠杆，但影响资本成本
何时进入成熟期？潜在障碍有哪些？	● 很难保持高增长率和超额收益

衰退期（老年期）

衰退期（老年期）的麻烦一点也不小于初创期（婴儿期），我们常说的“老小孩”就是这个道理。初创期有能否成长的烦恼，而企业走到衰退期则一样有死亡的恐惧。真正做到“凤凰涅槃，浴火重生”的企业则属极品。大多数企业到此阶段，市场缩小，利润降低，达到了生命周期的转折点，价值全部来自现有资产，而且不断减少。怎么估计未来的现金流？是否还有增长空间？给此阶段的企业估值不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

比给初创企业估值容易，一不小心，结果就会高估。因为趋势性沉船企业的价值为零。关于企业在衰退期估值所遇到的问题，如表5-8所示。

表5-8　衰退期企业估值所要面对的问题

现有投资产生的现金流是什么？	● 历史数据反映的是下降的收入和萎缩的利润 ● 投资回报率低于资本成本
未来增长带来多少价值？	● 可能负增长 ● 资产出售， 规模缩小 ● 低盈利资产剥离，剩余资产效率得到改善
现有资产和新增资产所产生的现金流风险有多大？	● 整体风险和股权风险随着资产剥离而发生变化
何时进入成熟期？潜在障碍有哪些？	● 公司濒临清偿倒闭。 ● 如果财务杠杆高， 则必须缩小规模

企业和人一样，身处生命周期的不同阶段有不同的价值评判标准。其估值方法和我们在估值系列中描述的（绝对估值法，如贴现现金流法；相对估值法，如比较法等）没什么不同，但一定要综合考虑企业所处的阶段和遇到的问题。不过站在更宏观的角度和从长远来看，我们都是要死的，不能因为会死，所以我们就要唯唯诺诺是吧。男儿生当佩吴钩，收复关山五十州。大丈夫立身于天地间，必须干一番“惊天地泣鬼神”的事业方不枉此生！而且正如乔布斯所说：“人这一生精力有限，没法做太多的事，所以我们要把每一件事做得精彩绝伦。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所以就请专注于我们的事业、我们的理想，其他的私心杂念、旁人的吹捧与嘲笑，何必放在心上。Let it go!

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第六章

很多人尤其是商学院的学生会觉得，学习估值是一个非常枯燥烦琐的过程，因为估值公式由各种数学模型和推导演算构成。但是其实除了公式之外，我们还可以利用一些天马行空的故事和类比，让估值的学习变得有趣，具备可操作性，并且充满了娱乐精神。同时Dr.2对很多故事已经进行了改编，这是为了适合文中的主题，而在这些故事中，我将前文所描述的一些内容将进行贯穿和整体演绎，让大家从一些新的角度去进行思考。

故事1：小和尚卖石头

从前有座山，山里有个庙，庙里有个老和尚和小和尚。有一天，老和尚为了启发小和尚悟道，给了他一块很大很好看的石头，并让他分别去菜场、珠宝市场和寺庙门口去试着卖掉它，但是不管谁来问价，都伸出一根手指。小和尚拿着这块石头正欲出门，老和尚又补充强调说：“不论谁出多少钱，不要真卖掉它，注意观察，多问一些人，然后回来告诉我。”

于是小和尚首先去了菜市场，对着菜场的人伸出了一根手指头。在菜市场，许多人看着石头想：可以把它当作腌咸菜的“压缸石”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

还不错嘛！于是他们出了价，10块钱。小和尚没有卖，回来跟老和尚说："它能卖10块钱。"

接着小和尚又拿着这块石头去了珠宝市场，也同样伸出了一根手指头。结果珠宝市场的人，左看右看，似乎看出端倪，他们竟然乐意出1万块钱来买这块石头，听到小和尚不愿意真的卖掉的时候，珠宝商们开始竞相抬高价格——他们最后出到了10万，希望能够买到这块石头。想到老和尚的忠告，小和尚还是没卖，回来跟老和尚说："珠宝市场的人愿意出1万以上甚至10万块钱来买它。"

最后，小和尚又拿着这块石头来到了寺庙门口，也同样伸出了一根手指。结果寺庙门口的人都对这块石头非常尊敬，听过简介后，他们觉得这块石头是经过大师开过光的灵石，可以镇宅辟邪。很多人还表示：小和尚觉得这石头应该是多少价格，他们就愿意出多少钱买下来，并好好供奉它。小和尚依旧没有卖掉石头，回来后跟他老和尚说："寺庙门口的人说，不管我出多少价格，他们都买！"

老和尚摸摸小和尚的头对他说："其实我只是想让你明白，石头还是那块石头，没有改变，变的是人心！"

用"徒弟卖石头"的故事来引出估值的特点

一个物品的价格，除了物品本身的价值之外，还要看销售者的能力和购买者的判断。在小和尚卖石头的故事中，出现了三个主要的构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成因素。

1. 被售卖的物品“石头”。在投资估值中，这块石头就相当于是估值的标的物——某个需求融资的项目，或者被收购/并购的企业。

这里的“石头”（项目或企业）有两个特点。

1）石头的概念比较朦胧，有时候并不仅仅是指实际的现金价值，还包括其他的价值，具有想象空间。石头既可以作为压缸石，可能还是珠宝原石，或者是开过光的石头，有了特殊意义。

2） 估值的标的物是需要有“一定大小”的，因而在故事中，石头是“很大很漂亮的”，而不是“小而灰扑扑的”。这里的大小也可比作价值，也就是说物品并不能完全没有价值，比如街边的手机贴膜小摊或者学校门口的麻辣烫店都谈不上估值。

2. 小和尚。在投资估值中，小和尚就相当于项目领军者、企业家，换个词来说，我们把他称为“操盘者”。

如果小和尚在菜场就将石头卖掉，那他只能获得十块钱。如果他在珠宝市场将石头卖掉，那他能获得是一万块到十万块左右。如果他在寺庙门口遇到虔诚的信徒，那石头又可能变成无价之宝。对于企业家来说，“hold住”自己，保持冷静，是非常重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

什么是企业家？企业家就是率领团队的领导者，但是他的主要工作是，站在树上向外面瞭望，并且他向团队指挥，大家往要往哪个方向冲，于是大家就一起往那冲；有时候他也不得不说，对不起，回来吧，我们走错了。于是大家就再一起回来。决定一个企业价值的影响因素有很多，但是在项目或者企业初期，企业家对企业的估值的影响最大。因为投资根本的逻辑在于成长，而一个企业是否能成长，与领导者有非常紧密的关系。

对于企业家来说，成功需要非常平静耐心，但机会来临时也要足够进取。

3. 菜场。珠宝市场和寺庙前，那些出价的人，在投资估值的博弈中，他们就是投资机构和投资人。

不同的投资人和投资机构对于估值对象（标的物）有不同的判断。而对企业价值的判断并没有一定的规则，除了使用数学模型进行计算外。不同的人对市场有不同的理解，因此估值是动态的。

菜场里的人，他们对于一块石头的认识，往往只是“可以做压缸石”，这是由于他们所处生活环境和理解能力所决定的。珠宝市场的人，觉得这块大而漂亮的石头，可以用作赌石，或者可能是某些宝石的原石，因此，他们对石头的估值更高。而当小和尚站在寺庙门口，遇到的很多都是虔诚的信徒，他们来到寺庙是为了信仰，因此，在他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

们眼中“一块高僧开过光”的石头，对他们来说是无价的，是不能用金钱来衡量的。也可以理解为目前炙手可热的“情怀”！

但是查理•芒格曾经说过：“市面上每个投资专家对自己的评价都是高于平均的，不管有多少数据证明其实根本不是那回事儿。”可想而知，投资行业能者确实有之，而类似的“南郭先生”也大有人在。

从这个小和尚卖石头的故事中，我们能获得三个主要认知：

1. 项目或者企业只有达到一定规模后才能获得估值；

2. 企业家精神对于企业的估值有很大的影响力；

3. 不同的机构和投资人对于估值有不同的判断，不必迷信他们。

故事2：量子力学的启示

我们所在的宏观世界的各种现象，使得大家对于牛顿经典力学的理解根深蒂固。经典力学是以质点作为研究对象，着眼于力的作用关系，在处理质点系统问题时，强调分别考虑各个质点所受的力，然后来推断整个质点系统的运动状态。经典力学认为质量和能量各自独立存在，且各自守恒。它还适用于物体运动的惯性参照系。

而量子力学则是我们从宏观世界无法看到的。由于微观粒子具有波粒二象性，其所遵循的运动规律就不同于宏观物体的运动规律，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而描述微观粒子运动规律的量子力学也就不同于经典力学。

但是无论哲学、自然科学还是经济学，大道相通。我们在这里所要说的，就是Dr.2在学习量子力学的知识后，发现其与投资估值之间的类比和联系。如表5-9所示。

表5-9　量子力学与投资估值之间的类比和联系

量子力学	估值
光电效应：通过光照，可以从金属中激发出电子来。不论入射光的强度如何，只有当入射光的频率超过一个临限值后，才会有电子被射出	全或无估值
电子在一定能量的轨道上运转，在这一区间内能量是守恒的。在出现核聚变或裂变后，释放出巨大的能量，爆发性的能量增长，不遵守能量守恒定律，而是要应用质能方程来解释	跳跃式增长估值
电子在某一轨道区间内的波动有一定的周期性分布概率	周期性行业估值

1）光电效应实验：1905年，爱因斯坦引进光量子的概念，并给出了光子的能量、动量与辐射的频率和波长的关系，成功地解释了光电效应——由于紫外线照射，大量电子从金属表面逸出。有一个确定的临界频率，不论入射光的强度如何，只有入射光的频率大于临界频率，才会有光电子逸出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全或无估值：在本书的第六节，我们对于“全或无”估值有过详细的叙述：“投资机构在对企业进行估值的时候，是否盈利并不是最重要的评判标准。企业必须达到一定的规模，或者门槛，换句话说，企业必须跨越“生死线”，那企业才是有“估值”的，否则估值就是0，没有任何投资的价值。”因此在这里，“全或无”估值与光电效应的概念就有一定的相似性。

2）电子在一定能量的轨道上运转，在这一区间内能量是守恒的。在出现核聚变或裂变后，释放出巨大的能量，爆发性的能量增长，不遵守能量守恒定律。

这与“跳跃式增长”估值有相似之处。“跳跃式增长”估值指的是对会出现爆发性增长的行业和企业进行估值。这种爆发性增长很有可能是出于意料、不受控制的。举个例子，2010年无疑是中国互联网非常热闹的一年，其中团购潮的火爆导致就是在那一年，无数的团购网站如雨后春笋般站起来了，整个行业呈现了爆发式增长，各种靠一个概念来运营的网站都获得了投资。对于这种跳跃式爆发增长的行业，对它们进行估值是一件非常难的事情。因为它们并不遵循能量守恒定律，也不可能采用贴现现金流法进行计算。但是在一个膨胀的行业中，如何寻找Mr.Right，如何选择一个未来能够沉淀下来的企业，如何评估其长期竞争性壁垒，是所有投资者都需要思考的事。而膨胀过快，现金消耗速度过猛，内部人员调整浮动大，难免会在各方面出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现各种漏洞，于是也就那么1~2年时间，这股团购热潮在经历了爆发后，迅速地沉寂了下去。而在经过了4年的发展后，美团、大众点评和百度糯米三家团购网站的市场份额已经接近90%了。

3）在量子力学中，电子在某一轨道区间内的波动有一定的周期性分布概率。这与周期性行业有异曲同工之妙。

很多投资机构或者企业家在对企业进行估值时，通常都是假设：企业在未来的时间内（至少投资期内），是呈永续增长趋势的。但是事实是，很多行业是有周期性的。如何判断周期性行业企业目前所处的位置，并进行有效的估值，是一个比较困难的问题。

Dr.2在前文中曾经写道：首先，企业至少要穿越过一个周期，比如5~10年，这样在有好有坏、有利润有亏损的多年经营中，利用企业的历史财务季度数据或年报数据，根据一定的数学模型可以大致推算出企业目前的估值中数。其次，还要考虑目前行业处于行业周期上的哪个点，是上行、高峰、下行还是低谷，并结合计算得出的企业估值中数来进行修正，得出一个大概的估值。

所以我还是要有数学和概率的思想，做一些功课，科学地预判，强似在那里胡思乱想。

从以上三个量子力学的概念与估值概念的交汇中，我并不是要大家去钻研量子力学，而是我们可以利用这种相互碰撞帮助大家加深对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一些投资估值方法的理解。而且不仅仅是物理学，在生物学和医学范畴也有很多有趣的相似性。

故事3：医学科学带来的启示

1）鲍迪奇根据蛙的心脏实验发现，当所加刺激较弱时，心脏上看不到任何反应；当刺激超过一定强度（阈）时，便引起一定的收缩；再增强刺激强度，则并不引起更大的收缩。也就是说根据刺激的强或弱只能产生收缩或不收缩两种反应，收缩的大小并不随刺激的增强或减弱而发生改变。他将这种现象称之为“全或无”定律。

这就是我们所提出的“全或无”估值中的“全或无”概念最早的出处。

当所加刺激较弱，心脏上看不到任何反应。对应的是，企业没有达到一定的规模或者门槛，则不能给企业进行估值。

当刺激超过一定强度时，心脏才能引起一定的收缩。这里对应的是，只有企业规模达到一定的程度，才能谈到估值的问题。

2）对心脏的刺激到达某电位时，心脏会出现激烈的跳动。

这对应了对爆发性增长行业的估值，这种行业到了临界点，就会出现爆发式的快速增长。但是通常这种增长都有一个时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

限度，一般在数年内，市场就又会趋于平稳状态，随后进入一个长时间的稳定期。

3）心跳活动以一个心动周期结束后，经过一段时间的休息后，将启动下一个周期。

这也与周期性行业特别类似。因为周期性行业是在一个循环周期内，行业会出现上升、平缓、下降，到达低值后再出现上升，这样的一个过程。而心脏每次跳动的幅度都不同，医生并不能因为出现一次早搏就判断患有心脏病，要经过很多心动周期的观察才能下结论。

周期性行业也是如此。2000年左右互联网出现泡沫，互联网相关的企业股价高速上升，可是无数的投资者投入了大量财富，却赚不到一点利润。而行业一旦出现崩溃，就会快速下滑。而直到2005~2006年，互联网行业才开始逐渐回暖。但是你能因为2000年的互联网泡沫，就视互联网行业如洪水猛兽吗？而事实上也并非如此，至少经过了一个周期的观察，才能知道这个企业是否能够很好地进行成本控制，是否能够积极应对行业周期进行策略改变。穿越周期后，企业是否还存在，是否能够获得更大的成长和竞争优势，是判断企业估值的一个重要标准。

故事4：三个护身符

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这是一个佛教故事，Dr.2在多本书上都有读到，不过这次我们从另一个视角来进行解析。

从前有座山，山里有个庙，庙里有个老和尚和小和尚。小和尚想要下山去修行，但是老和尚阻拦说，山下有危险，你现在功力尚浅不能去。但是小和尚一再地坚持，老和尚没有办法，就给了他三张护身符，说道：万不得已的时候，可以使用，进行自保。

小和尚下山后，天渐渐地黑了，风嗖嗖地刮着，这时他在路边碰到了一个慈祥的老婆婆，看出了他的窘迫，和蔼地说：“天黑了，到我家住吧。”

半夜里，小和尚醒了去上厕所，路过老婆婆的房间，睡眼朦胧地突然发现：她分明是个女巫。小和尚非常害怕，于是马上就开始逃跑。

但是女巫随后不停地追赶，而且跑得很快，很快就要追上小和尚了。万般无奈之下，小和尚赶紧拿出了师父给的第一张护身符扔了出去。这时在两者之间出现了一座冰山，阻碍了女巫的追赶。小和尚加速快跑，因为冰山特别滑，女巫行走的速度很慢，但是当她艰难地爬到冰山顶后，直接滑下来，速度却非常快，没一会儿又要追上小和尚了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于是小和尚扔出第二张护身符，于是女巫的面前又出现了一条大河，拦住了她的去路。不过既然是女巫，那就不是一般人。“咕嘟——咕嘟——”，女巫施魔法喝干了河里的水。于是没多久，女巫又快追上小和尚了。

这时，小和尚扔出第三张护身符，女巫面前又出现了一道熊熊大火，阻碍了她追赶的道路。就在这时，女巫张开嘴巴，你猜怎么着，她把刚刚吸干的河水喷了出来，浇灭了火海，很快又要追上小和尚了！

小和尚没办法，只能跑回庙里找老和尚帮忙。于是经过了一番龙争虎斗，老和尚制服了女巫，故事的结局自然皆大欢喜，世界和平，两位修行者又过上了幸福的生活！

三个护身符的故事带来的启发

在这个故事中，我们如果从企业经营和投融资角度观察，主要有五个主要构成。

1. 小和尚。小和尚可以代表企业的新产品或者初创企业本身，下山即代表他要开始准备进入市场。通常这个时候，他是处于锐气十足、无知者无畏的状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. 女巫。小和尚下山遇到了女巫，而且女巫不断追赶他。这里的女巫我们可以理解为市场中的竞争对手，其目的就是要追上、赶超甚至吞并这个新产品。因而竞争对手是对企业经营和估值的一个非常重要的参考。

1）根据竞争对手，通过比较法可以对企业进行估值。

2）行业是动态平衡的，同一个行业中不可能只有一家企业去做这样的事情，博弈和竞争是一个常态。

3）对手永远是步步紧逼的，它是不会管你有没有准备好，也不会在意你的一些小动作，要战胜他们，从长远来看，还是需要苦练内功、堂堂正正地对赌，而不能只靠一些“绝招”！

3. 冰山。第一个护身符变出的冰山就是，阻碍竞争对手追赶的第一道屏障——行业准入门槛。因为新产品一旦进入市场，竞争对手就会开始追赶。如果竞争对手没有达到一个市场所必须达到的行业准入门槛，在故事中，也就是冰山顶，那他的各种努力都会进展缓慢！而各个行业准入门槛在不同行业中是不一样的，但是一旦竞争对手跨过了这个准入门槛，那他往往由于厚积薄发，可以获得一段超速前进的过程，也就是女巫从冰山上快速滑下的过程。

国家制定行业准入门槛的高低，最重要的是要匹配目前市场的发展情况，从整个宏观角度去考虑问题。市场发育度低的，行业准入门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

槛会相应低一些，这会刺激市场的供给与需求；而市场发育度如果高一些，那行业准入门槛也会相应的高一点，可以起到规范行业和有序发展的作用。如果行业内的一些规模企业获得了超额的不可思议的估值和融资，那就会提高整个行业的准入门槛，已经跨过这个门槛的企业可以获得飞速发展，而初创的中小企业由于资金和实力都不能达到规模企业的程度，它们可能连第一关都过不去就很容易夭折。

4. 大河。小和尚扔出的第二个护身符变出的大河，可以理解为产品的护城河。现实语境中，护城河指的就是城外的一圈水道，它的作用是抵御敌人的入侵，保护城中的居民。而产品护城河的作用也同样如此，这是一种独一无二的、对手难以复制的竞争性壁垒，作用是保持用户的黏性和忠诚度，防止被竞争对手抢走。一旦竞争对手跨过了行业准入门槛，那新产品与竞争对手之间的第二道关卡就是产品护城河的“深浅”了。

产品的护城河可能是整体架构、核心技术优势（工具类较多）、政府资源、转换成本、网络效应、成本优势或无形资产（牌照等）等。

5. 大火。小和尚扔出的第三个护身符是一把熊熊大火，这可以理解为企业的内部组织能力。这是企业核心竞争力的一个重要表现形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1）企业的市场竞争，最终是通过企业内部组织来实施的。并且企业的决策力和执行力也必须以企业内部的组织能力为基础。

2）企业内部组织能力越高，员工的能力越强，战斗力就越强。

3）而流程是企业内部组织各个机构和岗位角色个人做事方式的总和。它直接制约着企业组织运行的效率和效益。

4）企业文化是由共同的价值观念、共同的思维方式和共同的行事方式构成的一种企业内部整合力，它直接起着协调企业组织的运行，整合其内、外部资源的作用。

因此，小和尚与女巫之间的最后一道关卡，就是企业内部组织能力的强弱，因为即使是一片红海，即使是二流的产品，但是如果是由一流的团队来执行，那么结果是大不相同的。同样，即使是一流的产品，如果由二流的团队来操盘，可能后果很严重。所以内部组织能力，好比内心中燃烧的一把熊熊大火，这直接影响着企业的核心竞争力。这可作为企业运营和投资机构进行估值报价的时候，一个必看的内容！

在此全书终结的时候，感谢读者朋友们的陪伴。创业，就是为了要改变！因为出身，我们不能选择；行业准入门槛，不以个人的意志为转移；各种独特的资源，并不是大家都能够拥有的，但是至少我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

每个人都可以拥有坚强的信念，苦练内功，认真做好团队管理，让这一把大火熊熊燃烧！

翻滚吧，少年！